

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA ÚČETNICTVÍ

Problematika investičního rozhodování ve vybrané společnosti

Issue of Investment Decision in Selected Company

Student: Bc. Daniela Panáčková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Marcela Palochová, Ph.D.

Ostrava 2013

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra účetnictví

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Daniela Panáčková**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **6202T049 Účetnictví a daně**
Specializace: **02 Účetnictví a daně**
Téma: **Problematika investičního rozhodování ve vybrané společnosti**
Issue of Investment Decision in Selected Company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Základní aspekty investičního rozhodování
 3. Hodnocení a financování investic
 4. Investiční rozhodování ve vybrané společnosti
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 408 s. ISBN 978-80-247-3293-0.
KRÁL, Bohumil a kol. *Manažerské účetnictví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2010. 660 s. ISBN 978-80-7261-217-8.
VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-869-71-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Marcela Palochová, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 26.04.2013

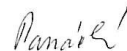
Ing. Jana Hakalová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou práci vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.



Bc. Daniela Panáčková

V Ostravě 26. 4. 2013

Obsah

1 Úvod	5
2 Základní aspekty investičního rozhodování	7
2.1 Strategie investic	7
2.2 Členění investic	8
2.2 Fáze investičních projektů	11
2.2.1 Předinvestiční fáze	11
2.2.2 Investiční fáze	13
2.2.3 Provozní fáze	13
2.2.4 Ukončení provozu a likvidace	13
2.3 Rizika projektů	14
2.3.1 Postoje k riziku	15
2.3.2 Ochrana proti riziku	16
2.4 Postinvestiční audit	17
2.4.1 Obsah postinvestičního auditu	18
3 Hodnocení a financování investic	19
3.1 Metody hodnocení investic	19
3.1.1 Ukazatele rentability	20
3.1.2 Průměrné roční náklady	21
3.1.3 Diskontované náklady	22
3.1.4 Čistá současná hodnota a index rentability	23
3.1.5 Vnitřní výnosové procento	25
3.1.6 Průměrná výnosnost investice	26
3.1.7 Doba návratnosti	27
3.1.8 Vliv zdanění a inflace na investiční rozhodování	28
3.1.9 Ekonomická přidaná hodnota	30
3.2 Financování investic	30
3.2.1 Interní zdroje financování	31
3.2.2 Externí zdroje financování	32
3.2.3 Náklady jednotlivých druhů kapitálu	34
3.2.4 Průměrné náklady celkového kapitálu	36
4 Investiční rozhodování ve vybrané společnosti	38
4.1 Současný stav skladových prostor společnosti	40
4.2 Současný stav nákladů na pronájem skladových prostor	42
4.3 Vymezení investice	43
4.3.1 Rizika projektu	47
4.4 Hodnocení investice	48
4.4.1 Průměrné roční náklady	49
4.4.2 Diskontované náklady	52
4.4.3 Čistá současná hodnota	53
4.4.4 Index rentability	55
4.4.5 Vnitřní výnosové procento	55
4.4.6 Doba návratnosti	57
4.5 Financování investice	58
4.5.1 Náklady kapitálu	61
4.6 Vyhodnocení investice	62
5 Závěr	66
Seznam použité literatury	67

Seznam zkratek	69
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	
Příloha č. 1 – Indikativní nabídka účelového úvěru Československé obchodní banky	
Příloha č. 2 – Ukázka nabízeného sortimentu	

1 Úvod

Investice představuje pro společnost událost, která její chod ovlivní zásadním způsobem, nese s sebou finanční zátěž, riziko, nejistotu. Čím větší je její časová náročnost, tím jsou tyto aspekty pro společnost výraznější. Dlouhodobá investice ovlivní společnost na několik, někdy i desítek, let. Společnosti proto každou investici důkladně zvažují, plánují její načasování, financování, způsob realizace. Každá špatná investice znamená pro společnost výdaje, které již nikdy nezíská zpět. Rozhodnutí o investici může společnosti přinést jak výrazné zisky, tak na druhé straně, v nejhorším případě, může chybná investice být pro společnost likvidační.

Diplomová práce je zaměřena na problematiku investice společnosti do hmotného majetku, konkrétně do vybudování vlastních skladovacích prostor pro uskladnění zboží, se kterým společnost obchoduje. Toto zboží je nejčastěji skladováno v kartonech uložených na paletách ukládaných do regálů. Podmínky, které je nutno při skladování zboží dodržet, nejsou náročné. Zboží musí být především uskladněno v suchu. Některé druhy sortimentu navíc musí být uskladněny při teplotách, které nesmí klesnout pod bod mrazu. Jelikož se ale v prostorách skladu pohybují neustále zaměstnanci, je požadavek na vytápění haly touto skutečností ovlivněn. Vzhledem k neustálému růstu objemu zásob je velikost skladovacích prostor, které má společnost v současnosti ve svém majetku, již delší dobu nedostačující. Společnost se také v poslední době potýká s problémy při pronájmu skladových prostor. V minulých letech byla nucena, z důvodu ukončení nájemní smlouvy ze strany pronajímatele, několikrát hledat prostory nové. To s sebou přinášelo další náklady, které uskladnění zboží prodražovaly. Společnost tak začala řešit otázku, zda by pro ni nebylo výhodnější investovat do výstavby vlastních skladovacích prostor. Současně s výstavbou skladu zvažuje společnost možnost v novém objektu vybudovat rovněž modernější kancelářské zázemí. Skutečnost, že společnost má možnost vybudovat skladové prostory přímo v současném areálu společnosti, nemalou měrou přispěla k tomu, že se o této investici začalo vážněji uvažovat.

Cílem diplomové práce je vymezit investice v obecné rovině, definovat její druhy, fáze a způsoby hodnocení investic. Dále se bude zabývat způsoby financování investic a zdroji financování. Dalším cílem je zpracovat hodnocení investice do výstavby nové nemovitosti v konkrétní společnosti, uvést možná řešení, která by společnost nejen co nejméně finančně zatížila, ale rovněž negativně neovlivnila její hospodaření. V práci bude rovněž porovnávána

finanční náročnost současného řešení skladovacích prostor ve společnosti s předpokládanou situací po uskutečnění investice.

V prvních dvou částech diplomové práce je využita metoda deskripce. Pomocí této metody jsou charakterizovány druhy investic a popsány různé metody hodnocení investic. Důležitou uplatněnou metodou je metoda praktické aplikace, která je použita ve čtvrté kapitole diplomové práce při zpracování údajů sloužících k investičnímu rozhodnutí konkrétní společnosti. Průběžně, v celé práci, je pak uplatňována metoda postupu, která představuje postup od obecných pojmů a vzorců k přesnému definování charakteru a typu investice a k výpočtu konkrétních hodnot pro hodnocení investice. Pro výpočet hodnot byly metodou analýzy zpracovány skutečné údaje konkrétní společnosti.

Vlastní názory, návrhy, stanoviska, doporučení, zhodnocení a dílčí závěry jsou v práci psány kurzívou.

2 Základní aspekty investičního rozhodování

V ekonomické teorii jsou investice definovány jako ekonomická činnost, při které se stát, podnik nebo jednotlivec vzdává své současné spotřeby, aby v budoucnu produkce jejich statků rostla (Valach, 2010). Z makroekonomického hlediska investice představují použití úspor ke zvýšení produkce kapitálových statků a k získání lidského kapitálu. Ekonomické subjekty obětují jistou současnou hodnotu ve prospěch budoucí nejisté hodnoty a doufají, že bude díky této oběti vyšší. Z mikroekonomického hlediska jsou investice rozsáhlejší peněžní výdaje, u kterých se předpokládá transformace na peněžní příjmy v delším časovém období (Hrdý, 2011).

Investiční rozhodování a jeho financování mají svá významná specifika. Především jde o rozhodování v dlouhém časovém horizontu. V případě hmotných investic se může jednat až o desítky let. Z tohoto důvodu s sebou investice přináší značná rizika a nejistoty. V průběhu let, kdy investice probíhá, může dojít ke změně mnoha faktorů, které byly v začátku investice považovány za stálé nebo snadno předvídatelné. Investice jsou rovněž náročné na časovou koordinaci všech zúčastněných subjektů a účastníků celého investičního procesu. Některé investice mohou výrazně ovlivnit své okolí, např. infrastrukturu nebo životní prostředí. Tyto vlivy často znamenají nutnost rozšířit investici o tzv. vyvolanou investici, která je mnohdy podmínkou pro vydání povolení k výstavbě, ale kterou se firma snaží omezit na minimum, neboť znamená zvýšení finanční náročnosti investice. Mezi výdaje, s kterými je nutno při plánování investice počítat, se řadí rovněž výdaje na likvidaci investice. Ty mohou být v některých případech velmi vysoké, např. při rekultivaci dolů. Jejich nevyhnutelnost je dána legislativně.

Používané metody rozhodování a financování musí respektovat všechna tato specifika současně a integrovat je do investičního rozhodnutí.

2.1 Strategie investic

Volba investiční strategie je ovlivňována strategickými cíly firmy. Mezi nejčastější strategické cíle firem patří zejména maximalizace zisku, maximalizace tržní hodnoty, efektivnost a finanční stabilita firmy, podíl na trhu, sociální cíle a respektování životního prostředí. Tyto cíle nelze naplnit všechny současně, neboť některé se vzájemně vylučují, např.

splnění cíle ochrany životního prostředí se nemusí slučovat s cílem maximalizace podílu na trhu.

Jedním z druhů investičních strategií je **maximalizace ročních výnosů**. Při volbě této strategie si společnost bude vybírat investice s nejvyššími možnými ročními výnosy. Obětuje tak udržení investice nebo její cenový růst. Tato strategie by se neměla volit při vysoké inflaci, neboť roční výnosy by touto inflací byly znehodnoceny a investice by ztrácela reálnou hodnotu.

Další druh strategie představuje strategie **růstu hodnoty investice**. Tato strategie je opakem strategie maximalizace ročních výnosů z investice. Společnost upřednostňuje investice, které co nejvíce zhodnotí její původní hodnotu, přičemž výše ročních výnosů investice je považována za méně podstatnou.

Možnou strategií je i **strategie maximální likvidity**. V tomto případě si společnost vybírá investice co nejlikvidnější. Může se jednat o investice do cenných papírů nebo krátkodobých termínovaných vkladů. Tyto investice jsou rychle převoditelné na peníze, ale mívají většinou nižší výnosnost (Valach, 2010).

2.2 Členění investic

Z makroekonomického hlediska se investice člení na **hrubé** a **čisté**. Hrubé investice vyjadřují pořízení a úbytek hmotných fixních aktiv, nehmotných aktiv a změnu stavu zásob za dané období. Nezahrnují se zde finanční investice, investice do pozemků a nákupy majetku domácnostmi pro konečnou spotřebu. Čisté investice vyjadřují hrubé investice snížené o znehodnocení kapitálu. Znehodnocení kapitálu nejčastěji představují odpisy.

Z hlediska podnětu k investicím členíme investice na **interní** a **externí**. Podnět k interním investicím vychází z konkrétních potřeb firmy. Může se jednat o potřebu snižování nákladů, o nutnost zlepšení kvality výroby z důvodu rostoucí konkurence nebo o navýšení současné nedostatečné kapacity výroby. U externích investic přichází podnět k investicím zvenčí. Může jít o změnu legislativy, např. v oblast bezpečnosti práce nebo ochrany životního prostředí, o uvedení nové technologie či o otevření nových trhů (Scholleová, 2009).

Z účetního hlediska členíme investice na **investice na pořízení dlouhodobého hmotného majetku**, **investice na pořízení dlouhodobého nehmotného majetku** a **investice na pořízení finančního majetku**.

Mezi dlouhodobý hmotný majetek patří především pozemky, stavby, předměty z drahých kovů a jiný dlouhodobý majetek, dospělá zvířata a jejich skupiny a pěstitelské celky trvalých porostů.¹ U tohoto majetku není rozhodující pořizovací cena a jeho pořízení se za investici považuje vždy (pokud nejsou pro účetní jednotku zbožím). Další skupinu dlouhodobého hmotného majetku tvoří samostatné movité věci a soubory movitých věcí. U této skupiny majetku se o investici hovoří pouze tehdy, pokud pořizovací cena překročí hranici, kterou si zvolí účetní jednotka. Nejčastěji se tato hranice stanovuje na částce 40 000 Kč, aby byla stejná jako hranice pro zařazení dlouhodobého hmotného majetku dle zákona č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů. Současně musí být splněna podmínka doby použitelnosti tohoto majetku v době delší než 1 rok.

Dlouhodobý nehmotný majetek má nehmotný charakter a doba jeho použitelnosti je delší než 1 rok. Aby se jednalo o investici, musí být překročena hranice pro ocenění tohoto majetku. Tuto hranici si účetní jednotka volí sama. Nejčastěji volenou hranicí je částka 60 000 Kč, neboť tato částka je rozhodující pro zařazení majetku mezi dlouhodobý z hlediska zákona o dani z příjmů. Mezi dlouhodobý nehmotný majetek patří především zřizovací výdaje, nehmotné výsledky výzkumu a vývoje, software a ocenitelná práva. Bez ohledu na výši ocenění se mezi tento majetek řadí goodwill, povolenky na emise a preferenční limity (Kolektiv autorů, 2009).

Mezi dlouhodobý finanční majetek se řadí úvěrové cenné papíry (obligace, dlouhodobé směnky), majetkové cenné papíry (akcie, podílové listy), dále pak ostatní finanční majetek, např. poskytnuté dlouhodobé půjčky, nemovitosti a umělecká díla, který firma pořizuje za účelem obchodování nebo k uložení volných peněžních prostředků (Valach, 2010).

Podle vztahu k rozvoji podniku lze investice dělit na **obnovovací**, **rozvojové** (orientované na expanzi) a **regulatorní (mandatorní)**. Obnovovací investice jsou zaměřeny na udržení stálé kvality fyzického a morálního stavu výrobních zařízení. U rozvojových

¹ Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.

investic je cílem investice navýšení kapacity výroby nebo zkvalitnění poskytovaných služeb, např. zavedením nové technologie výroby. Regulatorní investice vychází z nutnosti vyhovět novým legislativním požadavkům a jejich realizací nevzniká firmám ekonomický zisk (Scholleová, 2009). Bývají zaměřeny na ochranu životního prostředí, zlepšení pracovních podmínek nebo zvýšení bezpečnosti práce.

Podle typu peněžních toků z investic se investice mohou dělit na **investice s konvenčním tokem** a **investice s nekonvenčním tokem**. U investic s konvenčním peněžním tokem dochází ke změně toku peněz, který je vyvolaný investicí, z výdajů na příjmy pouze jednou. Výdaje jsou generovány v průběhu přípravy investice a výstavby, příjmy jsou pak generovány v období provozu investice. Jedná se o investice, u kterých nejsou vysoké výdaje spojené s ukončením investice a její likvidací. U investic s nekonvenčním peněžním tokem se tok peněz mění v průběhu investice minimálně dvakrát. Nejčastěji se jedná o investice, u kterých dochází ke generování výdajů ještě v období po ukončení provozu investice. Tyto náklady jsou nejčastěji spojeny s rekultivací krajiny nebo likvidací samotné investice.

Podle míry závislosti investičních projektů se investice mohou dělit na **vzájemně se vylučující projekty**, **plně závislé projekty**, **komplementární projekty** a **ekonomicky závislé projekty**. U vzájemně se vylučujících projektů si firma musí vybrat pouze jeden projekt, který bude skutečně realizovat. Nelze realizovat oba současně, např. nelze postavit na jednom pozemku dvě budovy. U plně závislých projektů tvoří jednotlivé projekty ucelený soubor dílčích investic, které se musí realizovat kompletně. Nelze některé části nezrealizovat, neboť by celá investice nesplnila stanovený cíl. Tyto dílčí projekty se musí posuzovat jako jeden celek. Komplementární projekty tvoří určitý celek, jehož jednotlivé projekty se vzájemně doplňují. Tyto investice lze realizovat jednotlivě, ale pokud budou realizovány společně, přinesou větší efekt. Ekonomicky závislé projekty vytváří substituční efekt, který je spojen s prodejem produktů, které nejsou zcela nové, ale jde pouze o inovované již stávající produkty. Uvedení nového produktu na trh sníží tržby z prodeje produktu, který na trhu již existuje (Fotr a Souček, 2011).

Podle možnosti aktivních zásahů do investičního projektu v budoucnosti se investice dělí na **pasivní** a **aktivní**. U pasivních investic není možný jakýkoliv zásah a změna investičního projektu v období, kdy je již investice v provozu. Aktivní investice tyto zásahy

umožňují. V průběhu provozu investice tak lze rozšířit nebo zúžit investici a v případě neúspěšné investice ji odložit nebo zastavit.

Investice lze rovněž dělit podle věcné náplně. Mezi tyto investice lze zařadit např. investice do **nového výrobního zařízení**, které může přinést zvýšení kapacity výroby nebo snížení nákladů na provoz. Investice do **nového produktu** zahrnují celý proces od výzkumu a vývoje nového produktu přes zajištění jeho výroby až po konečný prodej zákazníkům. Novým produktem může být výrobek nebo služba. Tento druh investic je vysoce rizikový a jeho hodnocení je obtížné. Z důvodu zlepšení ekonomické situace a získání konkurenční výhody lze investovat do **organizačních změn** ve firmě. Tyto změny představují změnu organizační struktury a systému řízení firmy. Z konkurenčních důvodů lze investovat rovněž do projektů, jejichž cílem je **koupě firmy**. V neposlední řadě existují projekty, které jsou vynuceny legislativními změnami – tzv. **environmentální projekty**. Ty zahrnují projekty z oblasti bezpečnosti práce, bezpečnosti provozu a ochrany životního prostředí.

2.2 Fáze investičních projektů

„Investiční projekt je soubor technických a ekonomických studií sloužících k přípravě, realizaci, financování a efektivnímu rozhodování navrhované investice. U stavebních investic zahrnuje obvykle i architektonické a ekologické studie“, jak tvrdí Valach (2010, s. 43).

Investiční proces se dělí do čtyř základních fází:

- předinvestiční fáze,
- investiční fáze,
- provozní fáze,
- ukončení provozu a likvidace (Fotr a Souček, 2011).

2.2.1 Předinvestiční fáze

Na informacích získaných v předinvestiční fázi ve značné míře závisí úspěch celého investičního projektu. Podílí se na ní široká škála pracovníků různých profesí. Zapojují se do ní nejen techničtí pracovníci, ale také ekonomové, právníci či pracovníci marketingového oddělení. Koordinace takového množství lidí bývá velmi náročná. V předinvestiční fázi má

tým spolupracovníků za úkol především identifikovat projekt a navrhnout jeho různé varianty. Mezi jejich další úkoly patří zdůvodnění projektu, navržení technických řešení a zpracování ekonomické stránky projektu (Valach, 2010). Výsledkem předinvestiční fáze je pak jedno konkrétní investiční rozhodnutí o tom, zda se vybraný projekt bude nebo nebude realizovat.

Předinvestiční fáze by měla zahrnovat **identifikaci investičních příležitostí, předběžný výběr projektu a prováděcí studii.**

Identifikace investičních příležitostí je prvním krokem investice. Jeho cílem je zjištění investičních možností v daném podnikatelském prostředí a nalezení nové investiční příležitosti, kterou by firma mohla využít ke svému růstu. K získání potřebných informací lze využít výsledků různých studií, průzkumů trhů, statistických údajů nebo zkušeností ze zahraničí. Tato fáze projektu by neměla být příliš finančně náročná, neboť jejím výsledkem může být i nenalezení vhodné investiční příležitosti, kterou by firma mohla realizovat, a náklady již dosud vynaložené na projekt by se tak staly utopenými náklady.

Předběžný výběr projektu se provádí především u velmi rozsáhlých a nákladných investic. Cílem a obsahem je tento předběžný výběr velmi podobný prováděcí studii. Není ale tak podrobný, detailní a přesný. Přípustná míra nepřesnosti odhadů v této fázi investičního projektu by měla činit přibližně 30 – 50 % (Valach, 2010). Výsledkem předběžného výběru projektu je buď rozhodnutí o vypracování prováděcí studie, a tedy o pokračování v investičním procesu, nebo o ukončení prací na přípravě projektu.

Jde o poslední studii před samotným zahájením realizace vybrané investice, proto musí obsahovat všechny nutné informace pro konečné investiční rozhodnutí. I prováděcí studie může dospět k závěru, že se daná investice realizovat nebude. Prováděcí studie navazuje úzce na předběžný výběr projektu a tuto dokumentaci detailněji rozvádí a zpřesňuje. Součástí prováděcí studie je i identifikace možných rizik spojených s realizací investice. Obsahuje rovněž finančně-ekonomické vyhodnocení projektu, které může mít zásadní vliv na změnu technického řešení, např. z důvodu nedodržení požadované minimální výnosnosti investice.

2.2.2 Investiční fáze

U stavebních investic je nejdůležitější částí této fáze získání stavebního povolení, bez něhož by nebylo možné v realizaci investice pokračovat. První etapou investiční fáze je zadání stavby. Tato dokumentace obsahuje konkrétní požadavky pro návrh a realizaci projektu a slouží jako podklad pro výběrová řízení. Dalším krokem je získání stavebního povolení. Jeho získání může trvat několik měsíců a projekt tak zásadně ovlivnit. Samotné realizaci výstavby předchází vypracování realizační projektové dokumentace. Ta musí být v souladu se stavebním povolením. Zároveň umožňuje zahrnout do projektu poslední změny. Další etapou investiční fáze je realizace výstavby, která zahrnuje nákup materiálů, přípravu pozemku, stavbu a montáž. Do této etapy patří rovněž testování, kontrola kvality, školení pracovníků, zkušební provoz, vydání kolaudačního rozhodnutí o povolení užívání stavby a předání do běžného užívání. Posledním krokem investiční fáze je aktualizace dokumentace a systémů dle skutečného stavu (Fotr a Souček, 2011).

2.2.3 Provozní fáze

Provozní fázi představuje samotné užívání objektu investice. Z časového hlediska ji lze rozdělit na krátkodobou a dlouhodobou. S krátkodobým časovým horizontem jsou spjaty problémy vyplývající z uvedení investice do užívání. Tyto problémy bývají odstraněny postupně tak, jak vznikají a časem by měly vymizet úplně. Problémy většinou vychází z chyb v některé z fází projektu. V dlouhodobém pohledu se v této fázi sleduje, zda investice plní svůj cíl, zda původní předpoklady a odhady odpovídají skutečnosti. Napravit důsledky chybných údajů z technicko-ekonomické studie projektu bývá složité a mnohdy i nemožné (Fotr a Souček, 2011). Součástí provozní fáze jsou údržbářské práce, ochrana bezpečnosti práce a dodržování ekologických norem.

2.2.4 Ukončení provozu a likvidace

Tato fáze investičního projektu je fází závěrečnou. Jsou s ní spojeny nejen příjmy z likvidovaného majetku, ale i náklady na jeho likvidaci. Pokud jsou náklady na likvidaci investice významné, je nutné již v průběhu provozní fáze na ně tvořit rezervy. Tvoření rezerv ovlivní peněžní toky z investice. Likvidace většinou představuje demontáž zařízení, prodej

použitelných částí, prodej nespotřebovaných zásob, rekultivaci a sanaci pozemků, likvidaci odpadů apod. Příjmy i výdaje z likvidace ovlivňují peněžní toky investice. Výdaje související s ukončením provozu a likvidací investice většinou převyšují příjmy z této fáze projektu (Fotr a Souček, 2011).

2.3 Rizika projektů

„Podnikatelské riziko je nebezpečí, že dosažené výsledky podnikání se budou odchylovat od výsledků předpokládaných.“, jak tvrdí Valach (2010, s. 171)

Riziko je spojené téměř s každou investicí, s investicí do dlouhodobého majetku zejména. Aby bylo rozhodnutí o realizaci investice posouzeno správně, musí firma riziko identifikovat, posoudit stupeň rizika a jeho vliv na celkovou stabilitu firmy a zvolit vhodný způsob ochrany proti riziku. Riziko může být jak negativní – dosažené výsledky jsou horší než předpokládané, tak pozitivní – dosažené výsledky jsou lepší než předpokládané.

Riziko lze dělit podle různých hledisek, např. podle **závislosti na činnosti firmy, jednotlivých činností firmy, závislosti na celkovém ekonomickém vývoji a možnosti ovlivňování**.

Podle závislosti či nezávislosti na činnosti firmy dělíme riziko na objektivní a subjektivní. Objektivní riziko je nezávislé na činnosti firmy, nelze eliminovat jeho příčiny, ale lze zmírnit nepříznivé dopady těchto rizik, např. pojištěním. Mezi objektivní rizika se řadí přírodní a živelné katastrofy či politické a ekonomické změny. Subjektivní riziko je naopak závislé na firemní činnosti. Management, majitelé či zaměstnanci ho mohou svou činností ovlivnit a snížit pravděpodobnost jeho vzniku. Jedná se např. o nedostatečné znalosti v oblasti podnikání, o nepozornost či nedbalost. V praxi může dojít ke kombinaci těchto dvou rizik.

Riziko lze dělit i podle jednotlivých činností společnosti na provozní, tržní, inovační, investiční a finanční. Všechna tato rizika spolu těsně souvisejí a dohromady pak tvoří celkové podnikatelské riziko. Na toto riziko má vliv stupeň diverzifikace činnosti společnosti a stupeň zatížení fixními náklady (Valach, 2010).

Podle závislosti na celkovém ekonomickém vývoji se riziko dělí na systematické a nesystematické. Systematické riziko je spojeno se změnami společenských faktorů a postihuje všechny firmy. Zdrojem tohoto rizika může být změna daňové legislativy,

úrokových sazeb, devizových kurzů nebo změny cen surovin a energií. Toto riziko nelze snižovat diverzifikací. Naopak riziko nesystematické diverzifikací snižovat lze, protože postihuje pouze část trhu a firem. Zdrojem může být příchod nové konkurenční firmy na trh nebo odchod významného odběratele.

Podle možnosti ovlivňování se riziko dělí na ovlivnitelné a neovlivnitelné. Ovlivnitelné riziko může firma svým jednáním ovlivnit a snížit tak pravděpodobnost jeho vzniku; např. minimalizuje hrozbu loupeže tím, že si pořídí zabezpečovací zařízení. U neovlivnitelného rizika pravděpodobnost jeho vzniku snižovat nelze. Lze se pouze na jeho možný vznik připravit a zmírnit tak jeho případné negativní dopady na fungování firmy.

2.3.1 Postoje k riziku

Vztah firmy k riziku záleží na tom, jaký postoj k němu zaujímají její manažeři nebo vlastníci. Rozlišují se tři typy postojů k riziku – averze k riziku, sklon k riziku a neutrální postoj. Averze k riziku znamená, že odpovědná osoba se raději snaží rizikovým projektům vyhnout. Upřednostňuje projekty a akce s nízkým nebo žádným rizikem. Pokud má manažer nebo vlastník sklon k riziku, bude si naopak vybírat projekty s větším rizikem, u kterých se sice očekávají velmi dobré výsledky, ale u kterých je zároveň vyšší pravděpodobnost neúspěchu. Při neutrálním postoji k riziku je pak averze i sklon k riziku u odpovědných osob v rovnováze. Postoj k riziku je ovlivňován zejména osobností odpovědného pracovníka a ekonomickou situací firmy. Ekonomicky a finančně silné firmy si mohou dovolit uskutečňovat projekty s vyšším rizikem, protože neúspěch jednoho projektu nebude mít pro firmu likvidační důsledky. Firmy, které jsou ekonomicky a finančně slabší, by měly upřednostňovat projekty s nízkým rizikem. Postoj k riziku ovlivňuje i finanční odpovědnost pracovníků za uskutečněná rozhodnutí a dá se ovlivnit správným nastavením jejich finanční motivace. U většiny společností převládá averzní postoj k riziku, zejména díky tomu, že na jedné straně jsou pracovníci motivováni k lepším výsledkům, ale na druhé straně jim hrozí finanční postihy za neúspěšná rozhodnutí. Silnějším motivem v tomto případě bývá obava z peněžní ztráty.

2.3.2 Ochrana proti riziku

Každá firma se snaží proti riziku chránit, což lze uskutečnit dvěma způsoby. Prvním je odstranění a eliminace příčin rizika, druhým pak maximální snížení nepříznivých důsledků rizika.

Úplná eliminace příčin rizika je většinou nereálná. Firmy se proto snaží aspoň o částečnou eliminaci. Ta je možná především u rizik interních, která vycházejí z jednotlivých činností firem. Může se jednat o zkvalitnění výběrových řízení, kdy firma nastaví pro tato řízení přísnější pravidla tak, aby riziko výběru nevhodného dodavatele omezila na minimum. Další možnosti existují v odbytové fázi, kdy zkvalitněním získávání informací o zákaznících může firma výrazně omezit riziko úbytku odběratelů (např. z důvodu jejich odchodu ke konkurenci) nebo vzniku nevymahatelných pohledávek.

Pokud nelze příčiny rizika eliminovat, měla by se firma zaměřit na snížení negativních důsledků rizika. Mezi tyto způsoby ochrany proti riziku patří **volba právní formy podnikání, flexibilita podnikání, diverzifikace rizika, dělení rizika, transfer rizika a tvorba rezerv** (Valach, 2010).

Volbou právní formy podnikání se snaží podnikatel chránit především svůj soukromý majetek. U různých právních norem je množství soukromého majetku, kterým podnikatel za své podnikání ručí, značně rozdílná. Od ručení celým svým majetkem v případě drobných živnostníků, přes ručení do výše upsaných vkladů ve společnostech s ručením omezeným až po ručení ve výši upsaných akcií u akcionářů akciových společností.

Snížit riziko lze i zvyšováním flexibility podnikání. To představuje možnost pružně a bez velkých nákladů reagovat na změny. Toho lze dosáhnout například volbou univerzální technologie. Nevýhodou těchto technologií je jejich větší finanční náročnost oproti technologiím jednoúčelovým. Mezi další možnosti jak snížit náklady na změny patří minimalizace fixních nákladů.

Diverzifikace rizika je velmi významnou a častou formou ochrany proti riziku. Cílem diverzifikace je maximální rozložení rizika na co možná největší základnu. Výsledkem úspěšné diverzifikace pak je, že negativní dopad ze špatného rozhodnutí nikdy nepostihne celou firmu, ale pouze její část, a celkové dopady tedy nebudou likvidační. Diverzifikovat lze **výrobní program**. Firma zvolí takové portfolio svých produktů, aby snížení poptávky po jednom produktu bylo vykompenzováno zvýšením poptávky po produktech jiných.

Diverzifikovat riziko lze rovněž z **geografického hlediska**. Firma má možnost rozmístit své pobočky v různých krajích republiky nebo v zahraničí. Může tak využívat např. levnější pracovní síly či nižšího daňového zatížení. Dalším hlediskem pro diverzifikaci je **oblast dodavatelů a odběratelů**. Firma by nikdy neměla být závislá na jednom dodavateli nebo odběrateli. Vždy by měla mít možnost využití dodávek od několika obchodních partnerů. Zároveň je velmi rizikové, aby byla závislá pouze na jednom strategickém odběrateli. Zvýšením počtu odběratelů dojde k výraznému snížení rizika, že své produkty neprodá. Diverzifikovat riziko by firma měla také u **investičních projektů**. Současná realizace několika investičních projektů umožní kompenzovat případné ztráty z neúspěšných investic.

Snižování rizika dělením se využívá hlavně u projektů náročných na kapitál. Riziko se dělí mezi více účastníků, kteří se podílejí na realizaci projektu, jeho ziscích i ztrátách.

Transfer rizika představuje snižování rizika jeho přesunem na jiné subjekty. Přesun může být částečný nebo úplný. Nejčastější formou transferu rizika je pojištění. Může se jednat o pojištění proti živelným pohromám, pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem podniku nebo pojištění proti krádežím či haváriím. Méně běžným, i když stále více využívaným typem je pojištění podnikatelských rizik, která vychází z ekonomické nebo finanční situace odběratele, z neschopnosti dlužníka splnit své závazky, z politických změn apod. (Fotr a Souček, 2011). Přenést riziko lze i využitím služeb leasingových společností, kdy riziko přechází na tuto společnost. Za druh transferu rizika lze považovat i odkupy pohledávek, ať už formou faktoringu nebo forfaitingu.

Snížit riziko firmě umožní i tvorba rezerv. Tvořit lze rezervy na výrobní i odbytové zásoby, na nezaplacené pohledávky, na opravy, na výsledek soudního sporu nebo finanční rezervy.

2.4 Postinvestiční audit

Postinvestiční audit je komplexní analýzou dokončené investice a následuje vždy s určitým odstupem po ukončení investičního projektu. Nejčastější doba pro realizaci postauditu se pohybuje v období od půl roku do tří let po uvedení do provozu. Jeho cílem je nalezení všech faktorů, které způsobily, že se projekt odchýlil od původně stanovených cílů, zvýšení kvality investičního rozhodování, plánování a řízení, optimalizace výkonnosti projektů, které již byly převedeny do užívání, a identifikace projektů, které by bylo vhodné co

nejdříve ukončit. Postinvestiční audit se zpracovává především u projektů, které jsou pro firmu klíčové (např. obsahem či rozsahem), nebo u projektů sporných, které jsou spojeny s vysokým rizikem.

Výsledky postauditů lze využít především v budoucích, ale i současných projektech. U budoucích projektů mohou sloužit nabyté zkušenosti a poznatky ke zkvalitnění investičního rozhodování a projektového řízení. Postaudit u současných projektů může odhalit možnosti úpravy projektu a tím docílit zvýšení jeho výkonnosti, např. zvýšením kapacity nebo úpravou zvolené technologie.

2.4.1 Obsah postinvestičního auditu

Postaudit hodnotí úspěšnost projektu z pohledu výsledného efektu na rozvoj společnosti jako celku, nikoliv z pohledu úspěšnosti jednotlivých procesů. Jejich obsahem bývá hodnocení stupně splnění cílů projektu. Mezi tyto cíle lze zařadit i porovnání očekávaných hospodářských výsledků a hodnot ukazatelů efektivnosti s výsledky, které byly skutečně dosaženy. Posuzuje se rovněž, zda realizovaný projekt je v souladu se strategií firmy a zda jeho pomocí došlo k prohloubení strategické orientace firmy a ke stvrzení, že zvolené strategické cíle jsou vhodně stanovené. Hodnotí se dodržování plánovaného finančního rozpočtu i doby realizace projektu. Postaudit definuje významné interní i externí faktory, které způsobily problémy v různých stádiích investičního procesu. Vyhodnocuje účinnost protirizikových opatření a způsoby řešení krizových situací, které v průběhu fungování projektu nastaly. Důležitou součástí je i poučení z chyb pro přípravu, hodnocení, výběr a realizaci budoucích projektů.

Obsah postauditů se mění dle zaměření investičního projektu. Dle oborové příslušnosti projektu nebo rozsahu projektu může postaudit obsahovat řadu specifických rysů a odlišností (Fotr a Souček, 2011).

3 Hodnocení a financování investic

Před výběrem investice je nutné zhodnotit ekonomická a finanční hlediska projektu. Investice nejčastěji sledují hlavní cíl podniku, kterým většinou bývá maximalizace tržní hodnoty firmy. Výjimky představují investice, které jsou vyvolané změnou legislativy, např. v oblasti bezpečnosti práce nebo ekologie. Firmy jsou u investic při sledování svého hlavního cíle omezeny např. technickými, ekologickými a bezpečnostními předpisy a nařízeními, daněmi, cly, místními poplatky apod. Všechna tato omezení musí firma při plánování své investice respektovat. Jako jednu z pomůcek pro výběr nejvýhodnější investice mohou firmy využít různé metody hodnocení investic. Na základě výsledků použitých metod se firmy rozhodnou, zda je projekt pro ně přijatelný či nikoliv. Financování investic pak řeší otázku, zda investici financovat z vnitřních nebo vnějších zdrojů, který způsob financování bude nejvýhodnější, zda financování zabezpečit úvěrem, leasingem nebo jiným způsobem.

3.1 Metody hodnocení investic

Základní členění metod hodnocení investic zohledňuje faktor času. Metody se podle tohoto faktoru člení na **statické** a **dynamické** (Valach, 2010).

Statické metody hodnocení investic s faktorem času nepracují – nerespektují ho. Úspěšně tak lze tyto metody použít pouze u investic, u kterých faktor času nemá významný vliv na celkové posouzení investice. Může se jednat o krátkodobé investice v délce jednoho nebo dvou let, nebo investice s nízkou diskontní sazbou. Dynamické modely s faktorem času pracují – respektují ho. Tyto modely se používají u dlouhodobých investic.

Metody hodnocení investic lze třídit rovněž podle pojetí efektů z investic na **nákladové, ziskové a vycházející z čistého peněžního příjmu z investice**.

Nákladové modely pracují s nákladovými kritérii. Cílem investice u těchto projektů bývá úspora investičních i provozních nákladů. Při rozhodování o investici je nutné zohlednit výši obou druhů nákladů a najít nejvýhodnější kompromis jejich vzájemného poměru. Tyto modely lze použít spíše výjimečně, a to tehdy, pokud cílem investice není maximalizace tržní hodnoty firmy. Používají se tak především u neziskových organizací, při investicích do

obnovy zařízení a při investicích, jejichž jediným cílem je úspora nákladů, např. energií (Valach, 2010).

U ziskových modelů je hlavním ukazatelem pro hodnocení efektivnosti zisk, který je snížený o zákonem stanovenou daň. Tyto modely jsou dokonalejší než modely pracující s nákladovými kritérii.

Modely, které vycházejí při hodnocení efektivnosti investic z čistého peněžního příjmu, mají ze všech používaných modelů největší vypovídající schopnost. Proto je využívání těchto modelů preferováno.

Nejčastěji využívanými modely jsou:

- ukazatele rentability,
- průměrné roční náklady,
- diskontované náklady,
- čistá současná hodnota a index rentability,
- vnitřní výnosové procento,
- průměrná výnosnost,
- doba návratnosti.

3.1.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability se řadí mezi modely statické, které nerespektují časovou hodnotu peněz. Tyto modely měří výnosnost kapitálu, který byl použit k financování projektu. Porovnává tak zisk projektu a vložené prostředky na jeho realizaci. Nejčastěji se používají **ukazatele rentability vlastního kapitálu, rentabilita celkového kapitálu, rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu a účetní rentabilita**. Ukazatele se počítají buď za jednotlivé roky životnosti projektu, nebo za určitý vybraný rok. Tímto rokem se zpravidla volí rok normálního provozu, kdy je využívána plná výrobní kapacita.

Rentabilita vlastního kapitálu (Return of Equity – ROE) vyjadřuje míru zhodnocení vlastních zdrojů a představuje tak poměr mezi ziskem po zdanění k vlastnímu kapitálu, který byl do projektu vložen.

Rentabilita celkového kapitálu, nazývaná rovněž rentabilita aktiv (Return of Assets – ROA), vyjadřuje míru zhodnocení všech zdrojů vložených do projektu, vlastních i cizích. Počítá se jako podíl hrubého zisku a úroků, resp. hrubého zisku a úroků po zdanění, a celkového kapitálu vloženého do projektu.

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (Return of Investment – ROI) vyjadřuje míru zhodnocení dlouhodobě vložených zdrojů. Od celkových vložených zdrojů jsou odečteny krátkodobé cizí zdroje. Rovněž tato rentabilita počítá se součtem hrubých zisků a úroků.

Účetní rentabilita projektu počítá s průměrnými hodnotami a vyjadřuje tak průměrnou hodnotu výnosnosti projektu. Lze ji spočítat dle vzorce (3.1), jak uvádí Fotr a Souček (2011, s. 69).

kde ÚRP je účetní rentabilita projektu,
 PZ průměrná roční výše zisku po zdanění,
 PDM průměrná hodnota pořízeného dlouhodobého majetku.

Výhodou ukazatelů rentability je jejich jednoduchost a srozumitelnost. Dají se tak použít k rychlému posouzení výhodnosti projektů, např. pokud nejsou k dispozici detailnější informace pro podrobnější analýzu. Používají se především u krátkodobých projektů. Nevýhodou ukazatelů rentability je závislost na zvoleném způsobu odepisování majetku.

3.1.2 Průměrné roční náklady

Průměrné roční náklady ovlivňují výhodnost celého projektu. Tvoří je průměrný roční podíl nákladů na pořízení investice a průměrné roční náklady na provoz investice. Faktor času se zohledňuje většinou pouze u nákladů na pořízení investice. Model průměrných ročních nákladů se nejčastěji využívá k porovnání výhodnosti modelů s různou dobou životnosti, ale stejným rozsahem produkce a stejnými cenami. Jako nejlepší se pak vyhodnotí projekt s nejnižšími průměrnými ročními náklady. Vzorec pro výpočet těchto nákladů, jak uvádí Král (2010, s. 505), je následující:

kde PN jsou průměrné roční náklady,
I celkové náklady na pořízení investice,
 $1 + i$ indexně vyjádřená výše diskontní sazby,
n předpokládaná doba životnosti investice,
NP průměrné roční náklady na provoz investice.

Pokud se předpokládá, že dlouhodobý majetek bude po skončení životnosti prodán za likvidační cenu, průměrné roční náklady tato částka snižuje.

3.1.3 Diskontované náklady

Metoda diskontovaných nákladů se od metody průměrných ročních nákladů liší tím, že nepracuje s průměrnými hodnotami nákladů, ale investiční i provozní náklady diskontuje za celou předpokládanou dobu životnosti projektu. Předpokladem je, že výdaje spojené s provozními náklady vznikají ve stejném období jako tyto náklady. Náklady se diskontují ke dni převedení dlouhodobého majetku do užívání. Projekt s nejnižšími diskontovanými náklady je nejvýhodnější. Dle Krále (2010, s. 507) lze použít pro výpočet diskontovaných nákladů vzorec:

kde ON jsou diskontované náklady,
I investiční výdaj,
NP provozní náklady,
N doba životnosti projektu,
 $1 + i$ indexně vyjádřená výše diskontní sazby,
n předpokládaná doba životnosti investice.

Jestliže se předpokládá, že dlouhodobý majetek bude po skončení životnosti prodán za likvidační cenu, pak diskontovaná likvidační cena majetku snižuje hodnotu diskontovaných nákladů projektu.

3.1.4 Čistá současná hodnota a index rentability

Čistá současná hodnota (Net Present Value – NPV) investičního projektu zobrazuje rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy a kapitálovým výdajem. Její výše vyjadřuje přínos pro hlavní cíl firmy, kterým je růst její tržní hodnoty. Jedná se tak o nejsilnější kritérium investičního rozhodování a považuje se za nejvhodnější metodu ekonomického vyhodnocování investičních projektů. Aby byl investiční projekt přijatelný, měla by čistá současná hodnota projektu být vždy vyšší než nula. Takový projekt zaručí požadovanou míru výnosu a zvýší tržní hodnotu firmy. Pokud by byla menší než nula, projekt by neměl být realizován, protože by naopak tržní hodnotu firmy snižoval. Výhodou této metody je srozumitelnost, univerzálnost a respektování časové hodnoty peněz. Pokud investiční projekt počítá s tím, že celý kapitálový výdaj se uskuteční v jenom období, není nutné ho diskontovat. Vzorec pro výpočet čisté současné hodnoty může mít, jak uvádí Valach (2010, s. 100), tuto podobu:

kde	NPV	je čistá současná hodnota,
	$P_{1,2,\dots,N}$	peněžní příjem z investice v jednotlivých letech její životnosti,
	i	požadovaná výnosnost,
	N	doba životnosti,
	K	kapitálový výdaj,
	n	jednotlivá léta životnosti.

Pokud se kapitálový výdaj uskutečňuje postupně, je nutné aktualizovat i kapitálové výdaje. Týká se to především stavebních investic. Okamžikem pro aktualizaci bývá volen okamžik zahájení výstavby, okamžik uvedení projektu do provozu a ve výjimečných

případech se aktualizace provádí na konci životnosti projektu. Upravený vzorec pro aktualizované výdaje, jak uvádí Valach (2010, s. 101), má tuto podobu:

$$\frac{NPV}{(1+i)^t} = \frac{K}{(1+i)^t} - \frac{P_{1,2,\dots,N}}{(1+i)^t}$$

kde	NPV	je čistá současná hodnota,
	$P_{1,2,\dots,N}$	peněžní příjem z investice v jednotlivých letech její životnosti,
	i	požadovaná výnosnost,
	N	doba životnosti,
	K	kapitálový výdaj,
	n	jednotlivá léta životnosti,
	T	doba výstavby,
	t	jednotlivá léta výstavby.

Index rentability (Index of Return – IR) s čistou současnou hodnotou projektů úzce souvisí. Jde o relativní, poměrové kritérium. Vyjadřuje poměr očekávaných diskontovaných peněžních příjmů k počátečním kapitálovým výdajům. Jde o doplňkové kritérium, které se používá, pokud firma vybírá mezi několika investičními projekty, které nemůže všechny realizovat z důvodu nedostatku kapitálových zdrojů. Projekt bude realizován za předpokladu, že jeho index ziskovosti je vyšší než jedna. Pro výpočet lze použít vzorec (3.6), jak uvádí Valach (2010, s. 109):

$$IR = \frac{NPV}{K}$$

kde	IR	je index ziskovosti,
	$P_{1,2,\dots,N}$	peněžní příjem z investice v jednotlivých letech její životnosti,
	i	požadovaná výnosnost,
	N	doba životnosti,
	K	kapitálový výdaj,
	n	jednotlivá léta životnosti.

3.1.5 Vnitřní výnosové procento

Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return – IRR) představuje výnosnost investice, kterou přináší během své životnosti. Za požadovaný efekt považuje peněžní příjem a respektuje hledisko času. Pro hodnocení efektivnosti projektu je tato metoda stejně vhodná jako metoda čisté současné hodnoty. Vnitřní výnosové procento lze definovat jako takovou úrokovou míru, při které se současná hodnota peněžních příjmů z investice rovná kapitálovým výdajům. Nevýhodou této metody hodnocení efektivity investic je její nevhodnost pro projekty s nekonvenčním peněžním tokem, neboť u těchto projektů nevyjde jedna hodnota vnitřního výnosového procenta, ale hned několik, a jeho interpretace v praxi je pak obtížná. Dalším druhem projektů, u kterých je použití vnitřního výnosového procenta méně vhodné, jsou projekty vzájemně se vylučující. Pro výpočet vnitřního výnosového procenta, kdy ke kapitálovému výdaji dochází najednou, lze použít, jak tvrdí Valach (2010, s. 117), následující vzorec:

kde P_n jsou peněžní příjmy v jednotlivých letech životnosti projektu,
 K kapitálový výdaj,
 n jednotlivá léta životnosti projektu,
 N doba životnosti projektu,
 i hledaný úrokový koeficient.

Pokud ke kapitálovému výdaji dochází postupně, v delším časovém období, musí se diskontovat rovněž tento výdaj. V takovém případě se použije pro výpočet vzorec (3.8), jak uvádí Valach (2010, s. 117).

kde	P_n	jsou peněžní příjmy v jednotlivých letech životnosti projektu,
	K	kapitálový výdaj,
	n	jednotlivá léta životnosti projektu,
	N	doba životnosti projektu,
	i	hledaný úrokový koeficient,
	t	jednotlivá léta investování,
	T	celková doba investování.

Projekt je přijatelný, pokud je vnitřní výnosové procento vyšší než náklady kapitálu, které budou na daný projekt vynaloženy. Při srovnávání více investičních projektů je výhodnější ten, který má vnitřní výnosové procento nejvyšší.

Metody čisté současné hodnoty i vnitřního výnosového procenta pracují s faktorem času a vztahem mezi příjmy a výdaji, a proto u vzájemně se nevylučujících projektů s konvenčním peněžním tokem vychází toto hodnocení stejně. U projektů vzájemně se vylučujících se přikládá vyšší vypovídací schopnost o výhodnosti projektu čisté současné hodnotě. Důvodem je, že jedním z předpokladů čisté současné hodnoty je možnost reinvestovat peněžní toky z investice s výnosovou mírou na úrovni diskontní sazby, která byla použita při diskontu. Oproti tomu vnitřní výnosové procento vyjadřuje maximální výši diskontní sazby, tedy hranici, kdy se ještě vyplatí do daného projektu investovat. Tato výše diskontní sazby ale neuvolňuje žádné volné prostředky, které by bylo možno stejně výhodně investovat jinam (Král, 2010).

3.1.6 Průměrná výnosnost investice

Průměrná výnosnost investice považuje za cíl projektu zisk přinášený projektem. Konkrétně se jedná o průměrný roční zisk po zdanění. Protože se jedná o roční zisk, lze tuto metodu aplikovat na projekty s různou dobou životnosti. Zda je investiční projekt pro firmu přijatelný nebo ne, lze zjistit porovnáním průměrné výnosnosti investice s minimální požadovanou výnosností. Za výhodnější je považován ten projekt, který má vyšší průměrnou výnosnost investice. Pokud firma posuzuje pouze jeden projekt, lze ho považovat za přijatelný, pokud jeho průměrná výnosnost je vyšší nebo minimálně stejná jako celková firemní výnosnost.

Pro výpočet, jak uvádí Valach (2010, s. 139), lze využít vzorec:

kde V_p je průměrná výnosnost investičního projektu,
 Z_n roční zisk z projektu po zdanění v jednotlivých letech životnosti,
 I_p průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně,
 N doba životnosti,
 n jednotlivá léta životnosti.

Metoda průměrné výnosnosti je považována za méně vhodnou metodu pro výpočet efektivnosti projektu. Mezi její nedostatky patří, že odpisy majetku nezahrnuje do peněžních příjmů z investice. Výrazným nedostatkem je také používání účetní zůstatkové ceny majetku, neboť tato cena se od ceny tržní může výrazně odlišovat. Metoda rovněž nezohledňuje rozsah projektu.

3.1.7 Doba návratnosti

Doba návratnosti (The Payback Period – PP) je období, za které se vrátí firmě peněžní prostředky vynaložené jako počáteční kapitálový výdaj na investici. Za požadovaný efekt z projektu je považován zisk po zdanění a odpisy. Čím dříve se firmě peněžní prostředky vložené do investice vrátí, tím pozitivněji je projekt hodnocen. Firmy proto preferují krátkodobé projekty před dlouhodobými. Nejdelší období, po které je projekt pro firmu ještě přijatelný, je shodné s dobou životnosti projektu. Za přijatelné se považují rovněž projekty, jejichž doba návratnosti je kratší než tzv. kritériální doba návratnosti. Tato doba je předem stanovená a stanovují si jí samy firmy, a to většinou na základě zkušeností z minulých obdobných projektů. Z tohoto důvodu bývá stanovení kritériální doby problematické. Doba návratnosti není měřítkem efektivnosti, ale očekávané likvidity. Její délku lze získat dle vzorce (3.10), jak uvádí Valach (2010, s. 142).

kde I je pořizovací cena,
 Z_n roční zisk z projektu po zdanění v jednotlivých letech životnosti,
 A_n roční odpisy z projektu v jednotlivých letech životnosti,
 n jednotlivá léta životnosti,
 a doba návratnosti.

Doba návratnosti se rovněž řadí k méně vhodným metodám hodnocení efektivnosti investic. Jedním z důvodů je, že pracuje pouze s příjmy, které jsou generovány do doby, než tyto příjmy dosáhnou výše prvotního kapitálového výdaje. Nelze ji použít ani u projektů s nekonvenčním tokem peněžních prostředků. Nevýhodou metody je rovněž nerespektování faktoru času. Doba návratnosti také nevyjadřuje likviditu podniku jako celku, ale pouze likviditu konkrétního projektu. Metoda je častěji používána u krátkodobých projektů, zejména pokud je k jejich financování použit úvěr. Nejvyužívanější je tato metoda v bankovním sektoru. Mezi další projekty, u kterých je vhodné použít metodu doby návratnosti, se řadí projekty s podobnou dobou životnosti a průběhem peněžních toků, projekty s krátkou životností a vysokým rizikem (Valach, 2010).

3.1.8 Vliv zdanění a inflace na investiční rozhodování

Do peněžních toků z investičního projektu je rovněž vhodné promítnout zdanění firemního zisku. Při přípravě projektu je nutno předpokládat, že daňové zákony i procentní sazba daně z příjmů se mohou v průběhu životnosti projektu měnit. Daň ze zisku je pro firmu peněžním výdajem a musí být o něj snížen peněžní příjem z investice. Odpisy, přestože nejsou skutečným peněžním výdajem, rovněž výrazně ovlivňují celkovou výši firemního zisku. Mají totiž vliv na výši tzv. odpisového daňového štítu. Ten vyjadřuje, kolik firma ušetří na dani z příjmu tím, že odpisy majetku snižují základ daně. Vypočte se jako součin odpisů a daňové sazby.

Mezi další skutečnost, která významně ovlivňuje výši firemního zisku a která souvisí se způsobem financování projektu, se řadí velikost úroků. Ty rovněž výrazně ovlivňují peněžní toky z investice. V případě úroků se hovoří o úrokovém daňovém štítu. Úrokový daňový štít se vypočte jako součin úroků a daňové sazby.

Odpisy, úroky a výši daňové sazby lze zahrnout do výpočtu čisté současné hodnoty, která bude velikostí daňového štítu ovlivněna. Jak uvádí Valach (2010, s. 157), lze její hodnotu vyjádřit vzorcem:

kde	\check{C}_m	je čistá současná hodnota upravená o vliv daňového odpisového štítu,
	N	doba životnosti,
	n	jednotlivá léta životnosti,
	T	daňový koeficient,
	Z_{uon}	zisk před odpisy, úroky a zdaněním v jednotlivých letech,
	i_r	zvýšená požadovaná výnosnost,
	O	odpisy,
	i_b	bezriziková požadovaná výnosnost,
	K	kapitálový výdaj.

Bezriziková požadovaná výnosnost představuje výnosnost takových investic, které nepřinášejí žádná nebo pouze minimální rizika. Lze mezi ně zařadit např. finanční investice do státních obligací nebo hmotné investice do obnovy stávajícího zařízení.

Efektivnost investičních projektů ovlivňuje i výše inflace. Inflace má výrazný vliv na peněžní příjmy zejména u dlouhodobých investic a ovlivňuje především kapitálové výdaje projektu. Ty v důsledku inflace rostou hlavně u stavebních investic. Čistá současná hodnota investičního projektu se pak musí přepočítat tak, aby zohlednila vývoj inflace a růst výdajů. U investic, které jsou pořizovány jednorázovým nákupem, není vliv inflace podstatný. Při výpočtu čisté současné hodnoty se rozlišují dva způsoby, a to s použitím nominální diskontní sazby a s použitím reálné diskontní sazby. Při použití nominální diskontní sazby se očekávaná míra inflace nebere v úvahu, při použití reálné diskontní sazby se očekávaná míra inflace v úvahu bere. Při neutrálním vlivu inflace nemá výběr použité metody na čistou současnou hodnotu vliv (Valach, 2010).

3.1.9 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added – EVA) se používá při hodnocení činnosti celých firem a vychází z ekonomického zisku firmy. Ten na rozdíl od účetního zisku zahrnuje nejen náklady na cizí kapitál, ale rovněž náklady vlastního kapitálu. Ekonomická přidaná hodnota v podstatě představuje část zisku, která zůstane ve firmě po vyplacení podílů na zisku vlastníkům. Pokud je ukazatel EVA kladné číslo, roste bohatství vlastníků, pokud je záporné číslo, jsou náklady kapitálu vyšší než jeho zhodnocení a bohatství vlastníků tak klesá. Z toho vyplývá, že firma by se měla snažit o kladnou ekonomickou přidanou hodnotu investičních projektů a její hodnotu, jak uvádí Scholleová (2009, s. 95), lze vyjádřit vzorcem:

kde	NOPAT	je provozní zisk po zdanění,
	C	firmou používaný zpoplatněný kapitál,
	WACC	vážené náklady na kapitál.

Vážené náklady na kapitál představují výnos, který je požadován vlastníky a věřiteli. Vzorec pro výpočet vážených nákladů na kapitál, jak uvádí Scholleová (2009, s. 96), je následující:

— —

kde	D	je dluh, za jehož používání je placen úrok,
	r_d	úroková míra placená za používání cizího kapitálu ve výši D,
	t	sazba daně z příjmů,
	E	vlastní kapitál, který firma používá,
	r_e	očekávaná výnosnost vlastníků,
	C	celkový kapitál používaný ve firmě.

3.2 Financování investic

Financování investic zahrnuje získávání finančních prostředků na realizaci investic v dostatečném množství, v potřebný čas, v optimální struktuře a za výhodnou cenu za jejich

používání. Při finančním řízení firmy by měla být dodržována hlavní zásada, a to, že krátkodobý majetek by měl být financován krátkodobými zdroji a dlouhodobý majetek zdroji dlouhodobými. Zdroje financování se dělí na:

- interní,
- externí.

Interní zdroje financování představují výsledky vlastní podnikatelské činnosti firmy. Externí zdroje firma získává z vnějšího okolí. Firma by měla využívat interní i externí zdroje financování. Výše jejich vzájemného poměru, který je pro firmu ideální, je však individuální a záleží např. na oboru podnikání firmy, na majetkové struktuře, na velikosti dosahovaného zisku apod.

3.2.1 Interní zdroje financování

Mezi interní zdroje financování patří **odpisy, nerozdělený zisk, rezervní fondy a rezervy**.

„Odpisy můžeme definovat jako část ceny dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, která se v průběhu jeho životnosti systematickým způsobem zahrnuje do provozních nákladů podniku, vynaložených za určité období.“, jak tvrdí Valach (2010, s. 344). Odpisy jsou rozhodujícím a stabilním zdrojem interního financování investic. V České republice je tento zdroj ovlivněn způsobem oceňování majetku na bázi historických pořizovacích cen, které se nepřepočítávají na aktuální a způsobují tak podhodnocování majetku. Podstatný negativní vliv má i dlouhá doba odepisování, zejména u budov a staveb. Odpisy se dělí na účetní a daňové. Účetní odpisy ovlivňují hospodářský výsledek firmy, jejich výši a způsob odepisování si volí firma sama. Pro tvorbu účetního odpisového plánu platí pravidlo, že účetní odpisy by měly odpovídat skutečnému stavu a opotřebení majetku. Daňové odpisy, jejich výše a způsoby odepisování jsou upraveny legislativně v zákoně č. 563/1992 Sb., o dani z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. O daňových odpisech se neúčtuje (s výjimkou situace, kdy si účetní jednotky ve svých vnitřních předpisech stanoví, že účetní odpisy se rovnají daňovým), neovlivňují tak výsledek hospodaření firmy, je o ně však upravován základ daně a výrazně tak ovlivňují výši daňové povinnosti firmy.

Dalším častým, kvantitativně nejvýznamnějším, interním zdrojem financování je nerozdělený zisk. Lze ho definovat jako zisk účetní jednotky, od kterého jsou odečteny daň ze zisku, příděl do rezervního fondu, vyplacené dividendy a tantiémy a příděly do všech ostatních fondů tvořených firmou. Nerozdělený zisk je součástí vlastního kapitálu firmy.

Rezervní fondy jsou tvořeny přídělem ze zisku a jsou rovněž součástí vlastního kapitálu firmy. Řadí se mezi málo využívané interní zdroje a dělí se na povinné a dobrovolné. Povinným fondem je zákonný rezervní fond, který je tvořen pro případ, že firma bude hospodařit se ztrátou. Tato ztráta pak bývá uhrazena z tohoto fondu. Povinně ho tvoří akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným. K převodu do zákonného rezervního fondu dochází poprvé v roce, kdy společnost dosáhne zisku; naposledy pak v roce, kdy je fond naplněn do výše stanovené zákonem (u akciových společností 20 % základního kapitálu, u společností s ručením omezeným 10 % základního kapitálu). Dobrovolné rezervní fondy firma tvoří na základě svého rozhodnutí a podle svých potřeb. Pravidla pro jejich tvorbu i čerpání bývají přesně definovány a schvaluje je většinou valná hromada společnosti. Kromě rezervních fondů může firma tvořit také rezervy. Přesto, že se jedná o interní zdroj financování, jsou rezervy součástí cizího kapitálu. Nejsou tvořeny ze zisku, ale jejich tvorba i čerpání probíhá na účtech nákladů. Rezervy se dělí na zákonné a ostatní. Pouze tvorba zákonných rezerv je daňově uznatelným výdajem. Účel jejich tvorby je omezen na pojišťovnictví, bankovnictví, na opravy hmotného majetku, na pěstební činnost nebo na nedobytné pohledávky. Přesný výčet podmínek upravuje zákon o rezervách. Kromě těchto zákonných rezerv může firma na základě vlastního rozhodnutí tvořit i jiné rezervy, ty však představují daňově neuznatelný náklad. Může se jednat o rezervy na technický rozvoj, na kurzové ztráty nebo na daň ze zisku.

Na rozdíl od odpisů jsou nerozdělený zisk a rezervní fondy zdrojem nestabilním, navíc poměrně drahým, neboť vlastníci požadují vyšší zhodnocení, než je úroková míra dluhu. Jejich výhodou jsou nulové vedlejší náklady, nezvyšování finančního rizika firmy a v neposlední řadě možnost financování rizikovějších projektů (Tetřevová, 2006).

3.2.2 Externí zdroje financování

Mezi externí zdroje financování patří **akcie, obligace, dlouhodobé úvěry, finanční leasing, finanční podpora státu či jiných institucí a ostatní externí zdroje.**

Akcie tvoří vlastní kapitál firmy a patří k externím zdrojům financování investic. Akcie se upisují při zakládání, rozšiřování nebo finanční restrukturalizaci akciové společnosti. Nejběžnějšími druhy akcií jsou akcie kmenové a prioritní. Kmenové akcie s sebou nesou právo účastnit se hlasování na valné hromadě, právo na podíl z likvidačního výnosu a rovněž předkupní právo na nově vydané akcie. Je s nimi rovněž spojeno právo na výplatu dividend, jejich výše však není zaručena. Výhodou financování těmito akciemi je nižší riziko než při financování dluhy nebo prioritními akciemi. Mezi nevýhody pak patří vyšší požadavky investorů na výnosnost těchto druhů akcií a daňová neuznatelnost dividend. Prioritní akcie mají při výplatě dividend přednost před akciemi kmenovými. S jejich vlastnictvím ale není spojeno hlasovací právo.

Obligace jsou dlouhodobé dluhové cenné papíry. Emituje je firma, která potřebuje získat externí zdroj financování. Firma se při vydání obligací zavazuje, že v předem stanovené době vyplatí majiteli obligace její nominální cenu a úrok. Tyto úroky jsou pro firmu daňovým nákladem a generují tak daňový štít. S obligacemi nejsou spojena žádná práva na rozhodování (Valach, 2010).

Dlouhodobé úvěry lze rozdělit podle osoby věřitele na bankovní a dodavatelské. Za dlouhodobé se zpravidla považují úvěry s dobou splatnosti delší než jeden rok. Bankovní dlouhodobé úvěry patří k nejčastěji využívaným externím zdrojům financování.

Finanční podpory se dělí na přímé a nepřímé. Přímé podpory (dotace) jsou vždy vázány na konkrétní účel. Jsou poskytovány především ze státního rozpočtu nebo rozpočtu samosprávních územních celků. Mezi nepřímé finanční podpory patří daňové slevy a úlevy, daňové prázdny, možnost zrychleného odepisování majetku nebo příspěvky na úhradu úroků, které firmě plynou z dlouhodobých úvěrů. Tento druh finanční podpory tedy snižuje výdaje podniku a zmírňuje finanční riziko.

Leasing se rovněž řadí k externím zdrojům financování. Rozlišují se dva druhy leasingu – provozní a finanční. Provozní leasing svou podstatou odpovídá krátkodobému pronájmu. Doba pronájmu bývá stanovena kratší, než je životnost majetku. Tato forma leasingu se nejčastěji využívá u počítačů, kopírovacích strojů apod. Firma tuto možnost financování volí většinou v případě, že pro majetek nemá využití po celkovou dobu životnosti. Naopak finanční leasing se využívá pro dlouhodobý pronájem majetku. Na nájemce přechází část rizik a výnosů, které s provozem majetku vznikají. Po skončení leasingu, jehož doba většinou odpovídá době životnosti majetku, má nájemce možnost

odkoupit majetek. Cena leasingu zahrnuje pořizovací cenu pronajatého majetku a marži pronajímatele a bývá splatná v pravidelných splátkách. Po dobu leasingu zůstává majetek ve vlastnictví leasingové společnosti, nájemce tak nemůže uplatňovat odpisy, ale leasingové splátky lze zahrnout do daňových nákladů.

Všechny tyto zdroje je možné různě kombinovat. Optimální kombinace použitých zdrojů se liší dle kapitálové struktury firmy, oboru podnikání a velmi důležitou roli hrají **náklady kapitálu**. „Náklady kapitálu představují pro podnik výdaj, který musí zaplatit za získání různých forem kapitálu (tj. za získání např. různých forem dluhů, akciového kapitálu, nerozděleného zisku apod.) použitých na financování nových investic.“, jak tvrdí Valach (2010, s. 294). Představují míru výnosnosti, kterou požadují investoři za to, že do firmy vloží své prostředky a podstupují tak určité riziko, že jejich investice bude zmařena.

Náklady kapitálu se dělí na:

- náklady jednotlivých druhů kapitálu,
- průměrné náklady celkového kapitálu.

3.2.3 Náklady jednotlivých druhů kapitálu

Cena pořízení jednotlivých druhů kapitálu závisí na několika faktorech. Prvním z nich je doba splatnosti. Čím později je poskytnutá částka splatná, tím je náklad kapitálu vyšší. Druhým faktorem je stupeň rizika, které investor podstupuje. Platí stejná přímá úměra jako při době splatnosti. Čím vyšší je riziko, tím vyšší jsou náklady na pořízení kapitálu. Posledním faktorem je způsob úhrady nákladů kapitálu. Ty, které lze odečíst od základu daně, jsou pro firmu levnější než ty, které jsou daňově neuznatelné.

Nejlevnější je kapitál, který má krátkou dobu splatnosti, u kterého věřitel podstupuje nejmenší možné riziko při své investici a jehož náklady lze odečíst od daňového základu. Dražší je kapitál střednědobý a dlouhodobý. Riziko podstupované věřitelem již není tak malé, ale o náklady kapitálu lze snížit základ daně. Nejdražší je akciový kapitál. Hlavním důvodem je neexistence data splatnosti. Riziko, které podstupuje akcionář, je tím pádem poměrně vysoké, a proto požaduje vyšší výnos ze své investice. Vyplacené dividendy navíc nelze odečíst od základu daně.

Náklady kapitálu, který firma získá formou **úvěru** nebo **emisí obligací**, představuje úrok, který musí za jeho získání zaplatit. Úroky lze odečíst od základu daně a generují tak daňový štít. Náklady dluhu lze vypočíst dle vzorce (3.14), jak uvádí Valach (2010, s. 296).

kde N_d jsou náklady dluhu v %,
 i úrok z úvěru v %,
 d daňová sazba daně ze zisku v % / 100.

Náklady prioritního kapitálu představují dividendy vyplácené majitelům prioritních akcií. Do nákladů se musí zohlednit rovněž náklady na jejich emisi, které snižují výtěžek z prodeje. Dividendy jsou vypláceny ze zisku po zdanění, proto náklady prioritního kapitálu negenerují daňový štít. K výpočtu požadované míry výnosnosti prioritních akcií lze, jak uvádí Valach (2010, s. 299), použít vzorec:

kde N_p je požadovaná míra výnosnosti prioritní akcie v %,
 D_p roční dividendy z prioritní akcie v Kč,
 C_p tržní cena prioritní akcie,
 E emisní náklady na jednu prioritní akcii.

Náklady nerozděleného zisku jsou velmi blízké nákladům na kmenové akcie. Ty představují výnosnost, kterou požadují investoři. Hlavní rozdíl v nákladech nerozděleného zisku a nákladech na kmenové akcie je v emisních nákladech. Ty s sebou nesou pouze kmenové akcie. Nerozdělený zisk představuje složku vlastního kapitálu a dělí se na nerozdělený zisk minulých let a nerozdělený zisk běžného období. Možných využití nerozděleného zisku je několik. Může být vyplacen akcionářům v podobě dividend, může být reinvestován např. do cenných papírů nebo hmotných investic, může naplnit rezervní fondy nebo může být dočasně ponechán nerozdělený do doby, než bude o jeho využití rozhodnuto. Pro výpočet nákladů nerozděleného zisku lze využít vzorec (3.16), jak uvádí Valach (2010, s. 301).

kde N_n jsou náklady nerozděleného zisku,
 C_k tržní cena kmenové akcie,
 D_k roční dividendy z kmenové akcie v Kč na konci prvního roku,
 g očekávané konstantní zvýšení dividendy v %.

3.2.4 Průměrné náklady celkového kapitálu

Firma by měla při financování svých aktivit využívat jak kapitál vlastní, tak cizí. Struktura kapitálových zdrojů bývá závislá na vnitřní situaci firmy, druhu její činnosti nebo na postavení na trhu. Průměrné náklady kapitálu jsou dány náklady na získání jednotlivých druhů kapitálů a tím, jaký podíl mají na kapitálu celkovém.

Průměrné náklady celkového kapitálu lze použít při hodnocení efektivnosti investic, u kterých je struktura kapitálového krytí podobná kapitálové struktuře firmy, a u investic s přibližně stejným podnikatelským rizikem, jako je podnikatelské riziko celé firmy. Pokud se investice odlišuje strukturou kapitálu, lze požadovanou výnosnost projektu zvolit vyšší nebo nižší v závislosti na velikosti finančního a podnikatelského rizika. Vzorec pro výpočet průměrných nákladů celkového kapitálu, jak uvádí Valach (2010, s. 306), je následující:

kde N jsou průměrné náklady firemního kapitálu v %,
 D dluh v Kč,
 P prioritní kapitál v Kč,
 K_m kmenový kapitál v Kč,
 K celkový kapitál v Kč,
 N_d náklady dluhu v %,
 N_p náklady prioritního kapitálu v %,
 N_k náklady kmenového kapitálu v %.

Mezní průměrné náklady kapitálu jsou náklady vynaložené na získání dalšího kapitálu pro financování firemních investic a používají se pro stanovení optimální výše kapitálových výdajů firmy. Náklady na další přírůstek kapitálu bývá vždy větší než náklady na kapitál předcházející, neboť s růstem zadlužení firmy roste riziko věřitelů, kteří požadují vyšší úrok i růst emisních nákladů při zvyšování kmenového kapitálu. Mezní průměrné náklady kapitálu určují, který projekt by firma měla realizovat a přípravu kterého by měla ukončit.

4 Investiční rozhodování ve vybrané společnosti

Hlavní činností společnosti RAPPA s.r.o. je provozování velkoobchodu. Společnost se nákupem a prodejem zboží zabývá nepřetržitě již od doby svého založení v roce 1991. V současnosti má jediného společníka, který je zároveň jejím jediným jednatelem. Základní kapitál společnosti má hodnotu 145 000 Kč. V počátcích své existence společnost obchodovala převážně s hračkami a pyrotechnikou, v současnosti patří mezi její hlavní sortiment hračky a karnevalové zboží. Společnost tvořilo v minulosti několik poboček, které byly rozmístěny po celé republice. Každá pobočka měla své vlastní skladové prostory, z kterých distribuovala zboží zákazníkům ve svém okolí. Postupným vývojem docházelo k centralizaci skladových prostor a v současnosti má firma skladové prostory soustředěny v lokalitách blízkých sídlu společnosti v Ostravě-Polance. Mimo tuto oblast se již nachází pouze kancelář obchodního zástupce ve Vizovicích a obchodní zastoupení v Chomutově. Centralizaci skladových prostor mimo jiné umožnil i rozvoj a zkvalitnění poskytování služeb přepravními společnostmi, jejichž služeb společnost nyní využívá k distribuci zboží zákazníkům.



Většinu skladových prostor si společnost vždy pronajímala a pouze menší část, která se nachází v jejím sídle, je vlastním majetkem společnosti. Z dlouhodobého hlediska je pronájem neekonomický a nehospodárný, a proto společnost začala uvažovat o investici do vlastních skladových prostor. Toto rozhodnutí bylo ještě posíleno v druhé polovině loňského roku, kdy společnost dostala jednostrannou výpověď z nájmu. Z pohledu načasování šlo o nejméně vhodné období, kdy nároky na skladovací prostory jsou nejvyšší, tedy v poslední

čtvrtině roku. Vlastní skladové prostory hodlá společnost vybudovat v místě svého sídla. Pozemky, na kterých se společnost rozhodla stavět, má v dlouhodobém pronájmu od jediného společníka.

Objem skladovaných zásob v průběhu roku kolísá. Rozdíl mezi nejnižším a nejvyšším stavem skladových zásob měl v minulém roce v peněžním vyjádření hodnotu téměř devět milionů korun. Dlouhodobě je největší růst skladových zásob soustředěn do měsíců září až listopad z důvodu očekávaného zvýšeného prodeje souvisejícího s vánočním obdobím, které je hlavní sezonou společnosti. V prosinci již pak většinou nastává pokles zásob. V budoucnu lze očekávat mírnou změnu v rozložení pohybu skladových zásob. Společnost se v posledních letech začala více zaměřovat na rozšiřování karnevalového sortimentu. Tento sortiment se prodává nejvíce v měsících leden a únor. K jeho naskladnění tak bude patrně docházet již v prosinci, nejpozději pak začátkem ledna.

Většina sortimentu, se kterým společnost obchoduje, je dovážena z Číny, menší část pak pochází z Itálie, Polska, Německa, Slovenska a z České republiky. Zejména zboží z Číny se dováží ve velkých objemech, neboť doprava většího množství najednou vychází levněji. Příjem velkého množství zboží v jednom okamžiku však klade vyšší nároky na skladovací prostory. Náročná je rovněž logistika. Dopravce poskytuje v rámci ceny za dopravu zboží z místa odeslání do místa vykládky časový limit pěti hodin pro absolvování formalit spojených s propouštěním zboží do celního režimu volný oběh a pro vykládku zboží. Každá další započatá hodina bývá zpoplatněna, proto je nutné kontejner vždy vyložit pouze na jednom místě. Rozhodnutí o tom, ve kterém skladu společnosti bude vykládka provedena, má v kompetenci vedoucí skladu. Nejčastějším kritériem pro rozhodování bývá volná kapacita v daných skladových prostorech. Druhý důležitý faktor pro výběr skladu představuje druh dováženého zboží. Existuje část sortimentu, která je náročnější na skladovací podmínky, konkrétně na teplotu uskladnění. Ta nesmí klesnout pod bod mrazu, neboť by došlo k jeho znehodnocení. Posledním kritériem bývá četnost výskytu daného sortimentu v objednávkách zákazníků. Zboží s vysokou obrátkou se společnost snaží uskladňovat přímo v hlavním skladu, aby bylo snadno a rychle dostupné pro expedici. Společnost očekává, že veškerá manipulace se zbožím se vybudováním nových skladových prostor výrazně zjednoduší.

Náročnost logistiky zvyšuje i postupná změna charakteru zákazníků. Zatímco ještě před několika lety byl typickým zákazníkem společnosti odběratel, který na jedinou objednávku odebral zboží v hodnotě několika desítek tisíc korun a zboží odebíral po celých kartonech, dnes je typickým zákazníkem maloobchodní prodejna, jejíž objednávky jsou

většinou pouze ve výši několika tisíc korun. K nárůstu malých odběratelů přispěl především rozvoj internetu a internetového obchodování. Po rozšíření internetových stránek společnosti o možnost přímého nákupu podíl menších zákazníků neustále roste a tvoří již ve společnosti většinu. Zároveň stále stoupá obliba e-shopu umožňujícího nákup hraček koncovým spotřebitelům, jejichž objednávky obsahují většinou pouze jeden kus od každého sortimentu. Ačkoliv objednávky realizované přes e-shop společnosti se objemem svých tržeb nepodílí na celkových tržbách významným procentem, co do časové náročnosti na manipulaci se zbožím a logistiku patří k těm nejnáročnějším.

4.1 Současný stav skladových prostor společnosti

V současnosti má společnost k dispozici skladové prostory ve svém vlastnictví o celkové rozloze 1 235 m². Tyto prostory se nachází přímo v sídle společnosti v Ostravě-Polance, tvoří jeden společný objekt spolu s kancelářským zázemím společnosti a jsou rozděleny na dvě vzájemně propojené části. Menší část o rozloze 365 m² je využívána k přípravě objednávek většiny zákazníků, tedy těch, kteří si zboží neobjednávají po celých kartonech. Zároveň jsou prostory určeny k prodeji cash and carry a mají zde přístup zákazníci. Z toho vyplývá větší prostorová náročnost na uskladnění zboží. Zboží musí být vystaveno a označeno názvem, kódem sortimentu a cenovkou a nemůže být uloženo do velkých výšek, kam by zákazníci nedosáhli. Zboží je většinou uloženo v kartonech, které se umísťují do regálů, pouze výjimečně při nedostatku volného místa může být zboží ukládáno na palety. Do druhé, rozlehlejší části o rozloze 870 m² nemají zákazníci vstup povolen. Tato část je primárně určena pouze ke skladování zboží a v menší míře k vychystávání velkých objednávek, které jsou tvořeny celými kartony. Soustřeďují se zde rovněž zásilky určené k expedici. Zboží je zde uloženo v kartonech na paletách, které jsou umístěny do regálového systému nebo v případě nedostatku místa přímo na podlahu. Zboží se zde může uskláňovat do vyšších výšek než v části skladu, kam mají přístup zákazníci. Stejný systém uskládání zboží jako v rozlehlejší části vlastního skladu mají i pronajímané skladové prostory. V současnosti jsou tyto objekty tři. Jeden o rozloze 250 m² se nachází v bezprostřední blízkosti vlastních skladových prostor společnosti. Bývá v něm uskladněno zboží, které je nutno často a rychle doplňovat do hlavního skladu. Zboží se z něj většinou převáží pouze pomocí jednoduchých manipulačních vozíků, v případech nutnosti přesunu většího objemu zboží se k převozu používá nákladní automobil. Další pronajatý sklad má rozlohu 490 m²

a nachází se ve vzdálenosti 4,5 km od sídla společnosti. Zboží je odtud do hlavního skladu dováženo až několikrát denně vlastními automobily společnosti. Posledním pronajatým skladovým prostorem je sklad o velikosti 400 m², který se nachází přibližně ve vzdálenosti 2,5 km od sídla společnosti. Výhodou umístění těchto pronajatých prostor je fakt, že leží na stejné trase. Pokud je to nutné, lze tak při převozu zboží jet do obou skladů současně, aniž by se navyšovaly náklady na dopravu. Postupný vývoj velikosti pronajatých ploch v jednotlivých čtvrtletích posledních pěti let je uveden v **tabulce 4.1**.

Tabulka 4.1 Velikosti pronajatých skladových ploch v jednotlivých čtvrtletích

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
1. čtvrtletí	350 m ²	639 m ²	1 210 m ²	1 210 m ²	1 210 m ²
2. čtvrtletí	350 m ²	639 m ²	1 210 m ²	1 210 m ²	860 m ²
3. čtvrtletí	350 m ²	639 m ²	1 210 m ²	1 210 m ²	1 350 m ²
4. čtvrtletí	780 m ²	1 499 m ²	1 394 m ²	1 210 m ²	890 m ²

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je dobře patrný jak téměř každoroční nárůst velikosti pronajatých skladovacích ploch v posledních čtvrtletích jednotlivých let, tak i problémy s pronajímateli, které se v roce 2012 vyskytly. V září tohoto roku byla firma nucena opustit skladové prostory, které měla v dlouhodobém pronájmu již od roku 2009. Nárůst plochy ve třetím čtvrtletí byl způsoben nutností mít po jistou dobu, z důvodu přestěhování zboží, pronajaty dva sklady současně.

Vedle velikosti pronajatých ploch je neméně důležitou hodnotou také cena zaplacená za tyto pronájmy. I když se cena v již uzavřených smlouvách v posledních letech výrazně nezvyšovala, nelze s touto skutečností počítat i do budoucna. Poptávka jiných subjektů po skladovacích prostorech může cenu za pronájem nečekaně navýšit. Tato obava je do budoucna reálná, neboť právě z důvodu zájmu jiného subjektu o skladové prostory byla nájemní smlouva, kterou měla společnost uzavřenou na dobu neurčitou, pronajímatelem jednostranně vypovězena. Přehled výše ročního nájmu za pronajaté prostory je uveden v **tabulce 4.2**.

Existence několika různých od sebe oddělených skladových prostor a nestálý pohyb zboží s sebou nesou rovněž vysoké nároky na správnou skladovou evidenci pohybů a na jejich

správné účtování. Hodnota skladových převodů v posledních letech neustále roste a v roce 2012 dosáhla hodnoty 33 999 927 Kč. Tak vysoký objem převodů mezi jednotlivými sklady přináší vysoké riziko nejen chybného zaúčtování, riziko spojené se ztrátou či zcizením zboží, ale také riziko omylů při manipulaci se zbožím. Všechny uvedené skutečnosti pak mají vliv na výši inventurních rozdílů, zjištěných při řádných inventarizacích zboží.

V současnosti, a stejně tomu bude s velkou pravděpodobností i v budoucnosti, společnost není vlastníkem pozemků, na kterých stojí její skladovací prostory a kancelářské zázemí. Pozemky jsou majetkem jediného společníka, který je firmě dlouhodobě pronajímá. Výstavba nové skladovací haly je naplánována na část pozemku, kterou má již dnes společnost v pronájmu. Velikost pronajímaného pozemku se tak nebude zvyšovat, a proto tato skutečnost nebude mít vliv na investiční rozhodování společnosti.

4.2 Současný stav nákladů na pronájem skladových prostor

Náklady na pronájem skladových prostor jsou tvořeny třemi hlavními složkami. Jednou z nich jsou čisté náklady na pronájem skladovacích prostor. Tyto náklady může firma ovlivnit jen částečně. Cena pronájmu je dána tržními mechanismy. Jelikož hlavním požadavkem na pronajímané skladové prostory je jejich umístění, nemá firma mnoho možností k vyjednávání o ceně pronájmu. Nižší cena pronájmu na úkor větší vzdálenosti od sídla společnosti by v konečném důsledku byla neekonomická. Při sjednávání poslední nájemní smlouvy byla společnost navíc pod časovým tlakem, neboť původní pronajímatel smlouvu o nájmu jednostranně vypověděl.

Do nákladů na pronájem skladových prostor je nutné rovněž zahrnout náklady na dopravu mezi pronajatými sklady a sídlem společnosti. Jsou složeny jednak z nákladů na pohonné hmoty a provoz vozidel, jednak ze mzdových nákladů na zaměstnance, kteří transport zajišťují. V nákladech na pohonné hmoty a provoz vozidel byly zohledněny a zahrnuty vzdálenost mezi jednotlivými sklady, jejich velikost (a tím daná četnost jízd) a vnitropodnikově určená sazba za kilometr jízdy jednotlivých vozidel. Sazba zohledňuje výši odpisů, spotřebu a cenu pohonných hmot. Náklady na pohonné hmoty může společnost ovlivňovat volbou vozového parku, především používáním automobilů s nízkou spotřebou. Minimálně lze ovlivnit i cenu, za kterou bude společnost pohonné hmoty nakupovat, a to výběrem nejlevnější společnosti nabízející tankovací karty. V loňském roce tak společnost

vypověděla smlouvu kartové společnosti, u níž nakupovala pohonné hmoty přibližně od roku 1995, neboť jí byly konkurenční společnostmi nabídnuty lepší obchodní podmínky.

Poslední složkou nákladů na pronájem skladových prostor jsou mzdové náklady zaměstnanců, kteří transport zboží a manipulaci s ním zajišťují. Základ pro výpočet tvoří měsíční mzdy konkrétních zaměstnanců, kteří transport zboží provádějí nejčastěji. Z těchto mezd byla vypočtena průměrná hodinová mzda. Součin průměrné hodinové mzdy, doby, kterou transportem a manipulací se zbožím strávili, a procent připadajících na sociální a zdravotní pojištění placené zaměstnavatelem tvoří celkovou hodnotu mzdových nákladů.

Tabulka 4.2 Souhrn nákladů na pronájem skladů v jednotlivých letech

Rok	Provoz vozidel	Mzdové náklady	Nájem	Náklady celkem
2008	33 340 Kč	105 986 Kč	695 032 Kč	834 358 Kč
2009	19 953 Kč	130 138 Kč	856 632 Kč	1 006 723 Kč
2010	25 260 Kč	158 115 Kč	879 432 Kč	1 062 807 Kč
2011	38 046 Kč	157 186 Kč	854 432 Kč	1 049 664 Kč
2012	44 566 Kč	177 894 Kč	776 772 Kč	999 232 Kč

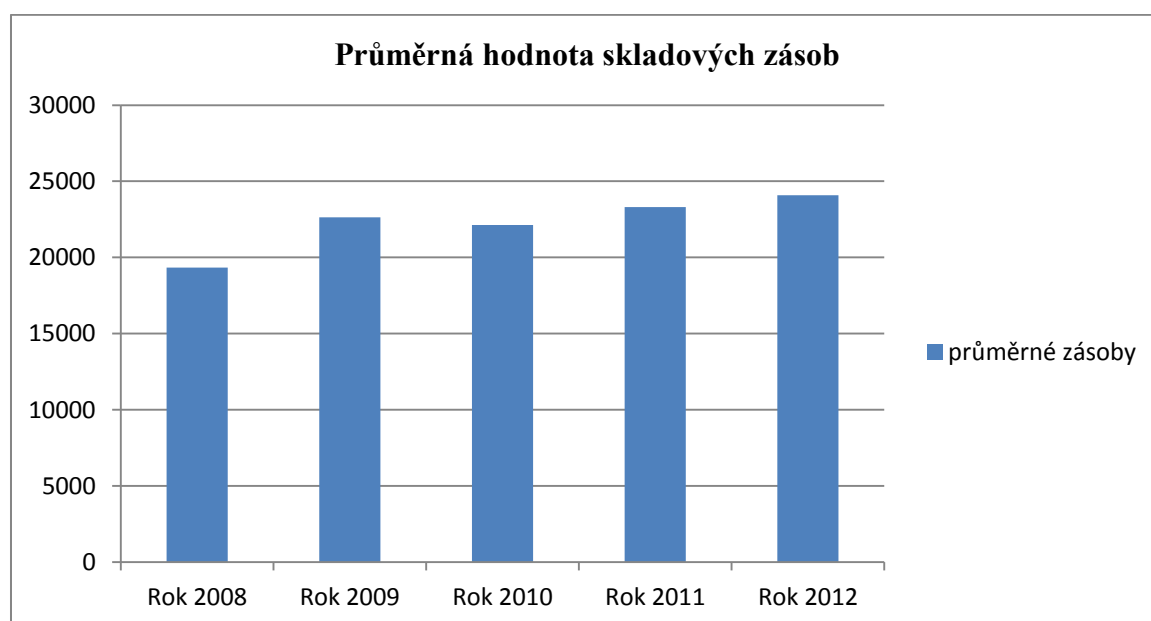
Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Vymezení investice

Dle základních aspektů investičního rozhodování lze plánovanou investici společnosti zařadit mezi investice čisté, interní. Podnět k investici vzešel z konkrétní potřeby společnosti po dalších skladovacích prostorech. Společnost od investice očekává především úsporu nákladů a tím zvýšení výsledku hospodaření. Investice je v souladu s hlavní strategií společnosti, kterou je maximalizace zisku. Z účetního hlediska se jedná o investici do dlouhodobého hmotného majetku. Dle zákona o dani z příjmů jsou skladovací prostory zařazeny do odpisové skupiny číslo pět a doba odepisování je stanovena na 30 let. Dále lze investici považovat za rozvojovou, neboť firma předpokládá, že nově vybudované skladovací prostory budou větší než dosavadní pronajímané, což společnosti umožní nabízet širší sortiment zboží a poskytovat kvalitnější služby, především v oblasti rychlosti expedice. Jelikož výdaje na investici vzniknou pouze v období přípravy a výstavby, bude se jednat o investici s konvenčním peněžním tokem.

Prvním krokem společnosti při rozhodování o investici bylo vymezení základních požadavků, které by nové skladové prostory měly splňovat. Nejdůležitějším požadavkem je velikost skladovací plochy nově vybudovaného skladu. Jeho velikost by měla minimálně umožňovat uskladnit všechno zboží, které je nyní umístěno v pronajatých prostorách. Jelikož by se ale společnost nechtěla v budoucnosti již znova potýkat s nedostatkem vlastních skladových prostor, který by musela řešit pronájmem, rozhodla se požadovanou kapacitu mírně navýšit. Nově vybudované skladové prostory by tak měly mít rozlohu 1 500 m². Potřeba navýšení skladové kapacity vyplývá i z vývoje objemu skladovaného zboží v posledních letech. **Graf č. 4.1** dokazuje nárůst peněžní hodnoty skladovaného zboží. Jelikož společnost již řadu let nabízí sortiment, který je svou cenovou úrovní zaměřen na stejnou skupinu zákazníků, lze tento nárůst peněžní hodnoty zásob považovat i za nárůst jejich objemu. I když část nárůstu hodnoty zásob v posledních letech lze pravděpodobně přičíst na vrub růstu nákupních cen i kolísání devizového kurzu, nelze tak učinit úplně. Společnost je evidentně při své snaze o snižování zásob již delší dobu neúspěšná. Snižování skladových zásob je jedním z hlavních a trvalých cílů, který má společnost stanovený již několik let. Lze si ale jen těžko představit, že se tento vývoj podaří společnosti zvrátit (nebo alespoň pozastavit) okamžitě, aniž by byly ohroženy tržby společnosti a z nich se odvíjející výsledek hospodaření. Je proto na místě při plánování potřebné skladové kapacity ještě s mírným navýšením objemu zásob počítat.

Graf č. 4.1 Vývoj průměrné hodnoty skladových zásob (v tisících Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V další fázi společnost řešila, jakým způsobem provést napojení nového skladu na prostory stávající. První varianta navrhovaného řešení se přikláněla k rozšíření současného většího skladu o rozloze 870 m² tak, aby nový sklad tvořil se starým jeden společný nedělený prostor. To se však z hlediska technického řešení ukázalo jako příliš náročné, až téměř nerealizovatelné, neboť na dobu výstavby by se část zboží ze současného skladu musela vystěhovat, aby nedošlo k jeho poškození. Pokud pomineme skutečnost, že by si společnost na dobu realizace výstavby této varianty musela pronajmout další skladové prostory k přemístění části zásob, vznikly by i značné komplikace při přípravě a distribuci objednávek. Znamenalo by to nejen růst nákladů souvisejících s investicí, ale s vysokou pravděpodobností i snížení obratu a prodloužení doby vyřizování objednávek, čímž by společnost navíc mohla přijít o část svých zákazníků. Velké obchodní řetězce mají navíc na dobu dodání svých objednávek smluvně stanovené vysoké nároky a jakékoliv nedodržení těchto podmínek je penalizováno. I tato penalizace by přispěla k navýšení nákladů na investici. Tyto skutečnosti jsou pro společnost nepřijatelné. Vznikla tak druhá varianta, která počítá s přístavbou nového skladu, který bude tvořit samostatně stojící skladovou budovu. Tato budova bude se stávajícím skladem stavebně propojena. Stavební řešení s nezávisle stojící budovou umožní navýšení skladovací výšky pro uložení zboží přibližně o 30 %. Předpokládaná nová výška stropu tak bude dosahovat necelých 9 metrů. Po vybudování nových skladových prostor společnost počítá s celkovou reorganizací systému skladového hospodářství z pohledu skladování zboží i přípravy objednávek a rozšíření samoobslužného skladu pro přímé odběratele. Základní technickou specifikaci budovy tvoří železobetonový skelet, plochá střecha se sklonem 3° – 5°, obvodový plášť haly ze sendvičových panelů a litá betonová podlaha. Mezi další požadavky patří vybudování manipulačních prostor (rampy) pro příjem a výdej zboží. V současnosti společnost takové vlastní prostory nemá a pro příjem a výdej zboží využívá manipulační prostory společnosti, která se nachází ve společném areálu. Tyto prostory potřebám společnosti již delší dobu nevyhovují. Nově vybudované manipulační prostory musí umožňovat vykládku kamionových souprav, lodních kontejnerů i nakládku dodávkových vozidel. V projektu společnost počítá i se vstupem v podobě průmyslových sekčních vrat a se samostatným vstupem pro zákazníky a zaměstnance, který by vedl do administrativních prostor objektu. Součástí projektu je i vytápění (topná tělesa, rozvody), větrání, elektroinstalace (vnitřní i vnější osvětlení) a slaboproudé rozvody (telefonní a datové rozvody, bezpečnostní zařízení).

Jelikož současné kancelářské prostory jsou již delší dobu nevyhovující a mají řadu nedostatků, rozhodla se společnost, že do investičního projektu rovněž zahrne vybudování nového administrativního zázemí. Jeho součástí by měla být vstupní recepce pro zákazníky, která bude nejen vkusně reprezentovat společnost, ale i přinášet zákazníkům větší komfort při osobním odběru svých objednávek. Další prostory budou využívány jako kanceláře pro obchodní a účetní oddělení, samostatná kancelář pro jednatelku společnosti a jednací místnost. Především ta v současném kancelářském zázemí společnosti citelně chybí. Nedílnou součástí kancelářských prostor, která je nyní řešena velmi nevhodným způsobem, bude i samostatná místnost pro technické zařízení (především pro hlavní server a telefonní ústřednu).

Součástí investičního projektu je rovněž řešení dostupnosti stávajících i nových skladových prostor. Z toho vyplývá nutnost vybudování nových zpevněných ploch zejména parkoviště a účelových komunikací. Při stavbě dojde k přerušení stávajících inženýrských sítí a bude tak nutno vybudovat inženýrské sítě nové.

Poslední podmínkou, kterou si společnost pro výstavbu nové haly stanovila, je nepřekročení finančního rozpočtu ve výši 16 000 000 Kč. Částku určila jednatelka společnosti na základě svého vlastního názoru na finanční možnosti společnosti. Firmy, které budou mít zájem se na investičním projektu podílet, budou muset maximální cenu investice ve svých nabídkách respektovat.

Předpokládaný začátek stavby byl prozatím stanoven na jaro roku 2014. Do té doby by měla být hotova veškerá technická dokumentace a vyřízeno stavební povolení. Pokud by se určený termín nestihl, je další vhodné datum pro začátek výstavby jaro příštího roku. Zahájením stavby bude chod společnosti v každém případě negativně ovlivněn. Protože se bude stavět v těsné blízkosti současného skladu, bude zhoršený přístup do společnosti nejen pro zákazníky, ale i pro dodavatele. Z důvodu prašnosti bude muset společnost vyřešit ochranu zboží před znečištěním. Hluk ze stavby bude zcela jistě negativně působit především na zaměstnance, kteří se budou se v blízkosti stavby pohybovat. Ze všech těchto důvodů se naplánování začátku stavby na jaro jeví jako nejpříhodnější, neboť toto období nepatří mezi hlavní sezonu společnosti a do jejího podzimního začátku by měly být nejpalčivější problémy, které v souvislosti s výstavbou vzniknou, vyřešeny.

4.3.1 Rizika projektu

Subjektivní podnikatelské riziko spojené s touto investicí do dlouhodobého majetku může vyplynout ze špatného odhadu velikosti skladovacích prostor. Špatný odhad může mít dva důsledky. Pokud společnost špatně odhadne růst objemu skladovaného zboží, od kterého se odvíjí potřeba skladovacích ploch, může se společnost za pár let potýkat se stejným problémem jako nyní. Bude muset opět přistoupit k variantě pronájmu, a to by znamenalo zatížení dalšími náklady a zhoršení výsledku hospodaření. Investice by tak nesplnila svůj hlavní cíl, kterým je právě snížení nákladů a zvýšení výsledku hospodaření. Opačným rizikem je riziko snížení objemu skladovaného zboží a s tím související nevyužití kapacity nově vybudovaných prostor. Nevyužitá skladová kapacita by sice společnost nezatížila dalšími náklady, ale patrně by způsobila problémy se splácením investice, neboť při nižších objemech skladovaného zboží lze očekávat i nižší obraty a tím i zisky. Uvedená závislost ale nemusí platit vždy. Pokud se společnosti podaří snížit objem skladovaných zásob tím, že ze svého sortimentu vyřadí zboží špatně prodejné nebo zboží s nízkou marží, může si udržet předpokládaný obrát a zisk i při nižším objemu zásob. Při téhle variantě vývoje zásob by pak nevyužitá kapacita skladu znamenala pouze zbytečně vynaložené náklady na investici, ale peněžní tok a cíl investice by ohrožen nebyl. Společnost má možnost riziko eliminovat pečlivým sledováním vývoje skladových zásob a pravidelnou kontrolou špatně prodejného zboží. Důležitou roli v procesu eliminace budou hrát pracovníci obchodního oddělení. Ti mají ve své kompetenci jak rozhodování o nákupu sortimentu, tak i pořádání výprodejových akcí a poskytování slev. Mezi další zaměstnance, kteří mohou k eliminaci rizika přispět, patří obchodní zástupci. Jejich úkolem je získávání nových zákazníků i udržování kontaktů se stávajícími. I oni tak mohou značnou měrou přispět k tomu, aby veškeré nakoupené zboží bylo prodáno a nedocházelo již k dalšímu zvyšování skladových zásob. K eliminaci rizika jsou motivováni nastavením finančního ohodnocení.

Dalším rizikem, které může investici společnosti ohrozit, je systematické riziko. To je v současnosti spojené především s přetrvávající ekonomickou krizí. V jejím důsledku jsou zákazníci mnohem opatrnější při svých nákupech. Projevuje se to například při objednávání vánočního zboží, které je pro společnost klíčové. Již několik let se pro účely vánočních objednávek pořádá v měsíci květnu v sídle společnosti předváděcí akce nových druhů sortimentu. V jejím průběhu si stálí a významní zákazníci na základě vystavených vzorků mohou zboží závazně objednat. Termín dodání zboží je pak načasován na období října až

prosine, dle požadavku zákazníka. Na zboží objednané v průběhu předváděcí akce společnost poskytuje výrazné slevy. Zákazníci však objednávky již nechtějí uzavírat s tak velkým časovým předstihem ani při poskytnutí výhodných cenových podmínek. Společnost proto už v současné době nemůže objednávat zboží u svých dodavatelů na základě závazných objednávek odběratelů a její objednávky zboží jsou tak z hlediska zajištěného odbytu mnohem rizikovější, než tomu bylo v minulosti. K rizikům, která společnost ohrožují, patří i riziko změny devizových kurzů. Většinu zboží společnost nakupuje v amerických dolarech nebo v eurech. Prodej se pak z 90 % uskutečňuje v českých korunách. Případné kurzové ztráty vzniklé z prudkého a neočekávaného propadu devizového kurzu koruny by šly na vrub společnosti. Tento druh rizika nelze odstranit ani eliminovat. Jedinou možností, jak snížit riziko spojené s pohybem devizových kurzů, je vytvoření rezerv na kurzové ztráty, k čemuž společnost doposud ve své historii ale nepřistoupila. Jedním z důvodů je i skutečnost, že tvorba rezervy by byla daňově neúčinná.

Postoj společnosti k riziku je vázán na postoj k riziku jejího jediného společníka, který lze charakterizovat jako neutrální vztah s příklonem k averzi k riziku. Jednatelka nerada investuje do rizikových projektů. Volné finanční prostředky společnosti bývají nejčastěji přeměrovány na termínované účty a vklady u komerčních bank. Investice do výnosnějších, ale rizikovějších cenných papírů se ve společnosti nikdy neuskutečnila. I současně plánovaná investice do dlouhodobého majetku odpovídá neochotě jediného společníka podstupovat při investicích větší riziko.

4.4 Hodnocení investice

Před rozhodnutím o začátku realizace investice je vhodné zjistit míru efektivnosti investice a možné dopady na hospodaření společnosti. Řešení problému nedostatku vlastních skladových prostor jejich pronájmem se zdá na první pohled neekonomické a z logistického hlediska značně náročné. Jelikož se ale jedná o dlouhodobou investici a její hodnota je pro společnost významná, je nutné tuto domněnku před započítím realizace investice pomocí metod hodnocení investic potvrdit. Teprve na základě zjištěných výsledků by společnost měla uskutečnit konečné rozhodnutí o investici. Nejedná se sice o jediné hledisko, které bude společnost při svém rozhodování posuzovat, jeho význam je však jistě nezanedbatelný.

Ekonomická teorie nabízí různé druhy metod hodnocení investic. Jelikož je však tato konkrétní investice společnosti v některých směrech netypická, ne všechny metody hodnocení budou pro rozhodování vhodné. Netypičnost investičního rozhodování společnosti vyplývá například z předem vytyčeného cíle – postavit nové skladové prostory. Metody hodnocení investic, které jsou určeny k rozhodování mezi několika různými projekty, kdy postupným zjišťováním různých parametrů daných projektů zužujeme výběr na projekt pro společnost nejvýhodnější, tak nebudou pro potřeby společnosti vhodné. Společnost bude pouze porovnávat současný stav s pravděpodobným stavem po realizaci investice.

Cílem hodnocení investice je potvrzení nebo vyvrácení domněnky společnosti, že z dlouhodobého hlediska pro ni bude výhodné investiční projekt realizovat, neboť nakonec díky jeho realizaci dojde k úspoře nákladů a tím ke zvýšení výsledku hospodaření společnosti.

4.4.1 Průměrné roční náklady

Jelikož hlavním cílem investice je úspora nákladů, zvolila společnost za první metodu hodnocení investice model průměrných ročních nákladů (PN). Aby byl realizací investice splněn její hlavní cíl, měly by průměrné roční náklady investice (PN_2) vyjít nižší, než jsou průměrné náklady vynakládané společností na pronájem skladových prostor (PN_1). Pro zjištění výše současných průměrných nákladů se společnost rozhodla použít aritmetický průměr vynaložených nákladů na pronájem v posledních pěti letech. Vzhledem ke krátkému období, za které bude výpočet proveden, se rozhodla společnost u těchto nákladů nerespektovat faktor času a nediskontovat je na současnou hodnotu. Do nákladů na pronájem společnost zahrnula čistý nájem za pronajaté prostory, náklady na provoz vozidel zajišťujících přepravu zboží mezi jednotlivými sklady a mzdové náklady včetně zdravotního a sociálního pojištění zaměstnanců, kteří se podílí na přepravě a manipulaci se zbožím. Pro výpočet budou použity hodnoty celkových nákladů z **tabulky 4.2**.

990 557 Kč

Průměrné roční náklady investice představují diskontované náklady, které v souvislosti s investicí společností vzniknou. Pro výpočet musí společnost stanovit několik hodnot. První hodnotou, ze které jsou průměrné roční náklady počítány, jsou celkové náklady na pořízení investice (I). Jelikož její přesná hodnota není v současné době známá, zvolila společnost za tuto hodnotu maximální částku, kterou chce do realizace projektu investovat, a tu představuje hodnota 16 000 000 Kč.

Další veličinou nutnou k výpočtu je výše diskontní sazby – požadované míry výnosnosti (i). Protože společnost své volné finanční prostředky zhodnocuje maximálně tím, že je uloží na termínovaný účet některé z komerčních bank, rozhodla se vycházet při stanovení požadované míry výnosnosti z průměrných hodnot úroků, které v posledních pěti letech získávala za uložení volných finančních prostředků u těchto bank. Nejvyšší úroky byly společnosti poskytovány v roce 2008 Komerční bankou a při průměrném vkladu několika milionů korun se jejich výše pohybovala okolo 3,13 % p.a. V průběhu roku 2009 však došlo u banky k prudkému snížení úroků z vkladu až na 1,75 % p.a. Snížení úroků přimělo společnost k převedení peněžních prostředků do jiného bankovního ústavu, konkrétně do Raiffeisen banky, u které se poskytnutý úrok pohyboval v rozmezí od 1,4 % p.a. do 3 % p.a. Nevýhodou nových spořicích vkladů byla dlouhá výpovědní doba a nemožnost dřívějšího ukončení vkladu. Dlouhodobá nedostupnost peněžních prostředků začala společnosti počátkem roku 2011 vadit a rozhodla se je převést na účet bez výpovědní doby. Zvolila termínovaný účet u Československé obchodní banky, kde má společnost i svůj běžný účet. Výše úrokové sazby se v době otevření účtu pohybovala na úrovni 1,1 % p.a. Po mírném nárůstu v druhé polovině roku 2012 však došlo k poklesu úrokové sazby, který stále trvá, a v současnosti je výše úrokových sazeb 0,7 % p.a. Při rozhodování o stanovení výše požadované míry výnosnosti brala společnost ohled i na dlouhodobý pokles diskontní sazby České národní banky. Její současná hodnota je stanovena ve výši 0,05 %. I když společnost doufá, že v průběhu životnosti investice bude nepříznivý vývoj zlomen a hodnota úroků bude opět růst, stanovila si požadovanou míru výnosnosti ve výši 1,5 %. Volbu hodnoty ovlivnila i skutečnost, že se jedná o bezrizikovou investici do vlastního dlouhodobého majetku.

Velichinou potřebnou k výpočtu průměrných ročních nákladů je i předpokládaná doba životnosti investice (n). Předpokládanou dobu životnosti investice zvolila společnost na stejné úrovni jako je délka pro daňové odepisování dlouhodobého majetku stanovená dle zákona o dani z příjmů, tedy 30 let, a to přesto, že je pravděpodobné, že postavená skladovací hala bude mít skutečnou životnost delší. Jelikož se dá jen těžko odhadnout, co se tak v dlouhém

časovém horizontu může stát, rozhodla se společnost stanovit dobu životnosti na co nejkratší možné období. Po skončení plánované životnosti společnost nepředpokládá odprodej nemovitosti, a proto při výpočtu průměrných nákladů nemusí počítat s cenou za prodej nemovitosti.

Poslední veličinou potřebnou pro výpočet průměrných ročních nákladů jsou průměrné roční náklady na provoz investice (NP). Ty se společnost rozhodla vyčíslit jako součet odhadu nákladů na elektřinu a nákladů na vytápění nových skladových prostor. Při odhadu hodnot vycházela společnost ze současné spotřeby energií ve stávajícím objektu a jejich současných cen. Při odhadu cen se snažila o zohlednění současného trendu stálého mírného nárůstu. Hodnotu odhadu ročních nákladů na elektřinu stanovila společnost na 175 000 Kč a na vytápění 75 000 Kč. Celková výše průměrných ročních nákladů na provoz investice je součtem těchto dvou hodnot a její výše je 250 000 Kč.

Výši průměrných ročních nákladů získáme dosazením zvolených hodnot do vzorce číslo 3.2 uvedeného v kapitole 3.1.2.

$$\mathbf{PN = 916\,227\,Kč}$$

Průměrné roční náklady investičního projektu při požadované míře výnosnosti ve výši 1,5 % jsou o 74 330 Kč nižší, než jsou průměrné roční náklady na současný stav řešení skladových prostor ve společnosti. Z pohledu této konkrétní hodnoty by realizace investice svůj hlavní cíl, kterým je úspora nákladů a zvýšení výsledku hospodaření společnosti, splnila. Úspora nákladů i v této výši je v době ekonomické nestability určitě zajímavá, výsledek hospodaření společnosti ale výrazným způsobem neovlivní. Pokud by hlavní cíl investice byl zároveň cílem jediným, doporučila bych společnosti investici ještě zvážit, protože při nepřesném odhadu nákladů na spotřebované energie nebo v případě mírného navýšení ceny investice by mohlo dojít k nesplnění cíle. Pokud se ale zaměřím i na vedlejší cíle investičního projektu, jako je např. zlepšení logistiky a minimalizace rizika spojeného s pronájmem skladových prostor, investici bych k realizaci na základě použitého způsobu hodnocení investice určitě doporučila.

4.4.2 Diskontované náklady

Jako další metodou hodnocení investic, která pracuje s hodnotami nákladů a je vhodná pro hodnocení investičního projektu, jehož cílem je úspora nákladů, si společnost zvolila metodu diskontovaných nákladů (ON). Metoda nepracuje s průměrnými hodnotami nákladů, ale jejím výsledkem jsou celkové diskontované náklady na investiční projekt. Metoda diskontovaných nákladů se počítá ze stejných hodnot, které si společnost již stanovila pro výpočet průměrných ročních nákladů. V praxi se výpočet provádí až ke dni převedení majetku do užívání. Jelikož v současnosti není tento okamžik znám, výpočet bude nutno v budoucnu aktualizovat. Jeho hodnota, vypočtená k dřívějšímu datu, bude pro společnost pouze orientační.

Současná hodnota diskontovaných nákladů vynaložených na vybudování investice a její provoz po dobu 30 let se dá vypočíst dle vzorce 3.3 uvedeného v kapitole 3.1.3.

$$\text{ON2} = 22\,003\,959 \text{ Kč}$$

Pro porovnání se stavem, který by existoval bez realizace investičního projektu, společnost diskontovala současné průměrné celkové náklady na pronájem skladových prostor, které vypočetla za období posledních pěti let, a diskontovala je po zvolenou dobu životnosti investice. Společnost nezohlednila případný nárůst cen za pronájem. Výpočet hodnoty celkových průměrných nákladů použitý ve vzorci pro diskontované náklady je uveden v kapitole 4.4.1.

$$\text{ON1} = 23\,789\,057 \text{ Kč}$$

Z pohledu diskontovaných nákladů se dá považovat investice za vhodnou k doporučení. Výhodnější je totiž vždy investiční projekt s nejnižšími diskontovanými náklady. V tomto konkrétním případě jsou diskontované náklady na pronájem téměř o 1 785 000 Kč vyšší než diskontované náklady vyvolané investicí. Ukazatel ovšem nepřispívá ke zkvalitnění hodnocení dané investice, neboť pro jeho výpočet jsou použity stejné veličiny jako při výpočtu ukazatele průměrných ročních nákladů. Jedná se o ukazatel doplňkový, aby si společnost mohla učinit lepší představu o svých celkových nákladech na investici. Mé doporučení týkající se realizace investičního projektu společnosti se tudíž nemění.

4.4.3 Čistá současná hodnota

Důležitým kritériem pro hodnocení investičního projektu je čistá současná hodnota investičního projektu (NPV). Pro výpočet je nutno vyčíslit hodnotu peněžních příjmů z investice v jednotlivých letech její životnosti. Požadovanou výnosnost projektu známe z předchozí kapitoly, její výše je 1,5 %. Peněžní příjmy projektu obecně tvoří zisk po zdanění, roční odpisy, změny oběžného majetku a příjem z prodeje nemovitosti na konci životnosti.

Za zisk plynoucí z realizované investice se společnost rozhodla považovat celkovou hodnotu úspor, kterých bude dosaženo v porovnání se stavem před realizací investičního projektu. Úsporu tvoří rozdíl mezi kladnými a zápornými peněžními toky při realizaci investice. Za kladný peněžní tok budou považovány úspory ročních nákladů spojených s předchozím pronájmem skladových prostor. Za záporný peněžní tok bude považován odhad ročních nákladů na spotřebu energií při provozu investice.

Za roční daňové odpisy si společnost vybrala odpisy lineární. Skladové haly jsou dle zákona o dani z příjmů zařazeny do páté odpisové skupiny a koeficient pro první rok odepisování má hodnotu 1,4. Lineární odpis v prvním roce odepisování bude ve výši 224 000 Kč. Pro další léta odepisování je hodnota koeficientu 3,4. Dle této sazby bude odpis mít hodnotu 544 000 Kč. Roční odpisy dlouhodobého majetku vstupují do peněžních toků plynoucích z investice pouze formou daňových úspor, protože jsou sice nákladem, ale nejsou výdajem peněžních prostředků.

Změnou oběžného majetku rovněž nebudou peněžní příjmy ovlivněny. Společnost sice doufá, že se jí hodnota oběžného majetku podaří v budoucnosti snížit, nebude to však mít žádnou přímou souvislost s realizací investičního projektu.

Stejně tak příjem z prodeje nemovitosti na konci její životnosti nebude hodnotu čisté současné hodnoty ovlivňovat, protože společnost s prodejem nemovitosti nepočítá.

Peněžní příjem (P_n) plynoucí z investice bude vypočten jako rozdíl mezi úsporou na výdajích spojených s nájmem ve výši 990 557 Kč (kladný peněžní tok) a výdaji na spotřebované energie ve výši 250 000 Kč (záporný peněžní tok). Po odečtení 19 % daně z příjmů bude peněžní efekt z ukončení pronájmu skladových prostor 599 851 Kč. Tento peněžní tok je nutné ještě zvýšit o daňovou úsporu, kterou nám přinesou roční odpisy dlouhodobého majetku. V prvním roce provozu investice bude tato úspora 42 560 Kč, v dalších letech pak 103 360 Kč. Celkový peněžní příjem z investice v prvním roce bude mít hodnotu 642 411 Kč, v ostatních letech 703 211 Kč.

Kapitálový výdaj ve výši 16 000 000 Kč se uskuteční v jednom roce, proto ho není nutné diskontovat.

Čistou současnou hodnotu lze vypočíst dle vzorce 3.4 uvedeného v kapitole 3.1.4.

$$\frac{16\,000\,000}{1} + \frac{599\,851}{1} + \frac{42\,560}{1} + \frac{103\,360}{1} + \frac{703\,211}{1} = 828\,300$$

$$\mathbf{NPV = 828\,300\,Kč}$$

Čistá současná hodnota projektu má hodnotu 828 300 Kč. Protože se jedná o hodnotu větší než nula, investiční projekt lze z pohledu této metody hodnocení investice doporučit k realizaci. Investiční projekt bude mít požadovanou míru výnosnosti a přispěje ke zvýšení tržní hodnoty společnosti.

4.4.4 Index rentability

Jako další doplňkové kritérium pro hodnocení investice bude využit index rentability (IR). K jeho výpočtu se používají stejné hodnoty jako pro výpočet čisté současné hodnoty. Index rentability se používá pro výběr z několika variant investičních projektů, z nichž lze realizovat z důvodu nedostatku kapitálových zdrojů pouze jeden projekt. Přesto, že tato investice takový problém neřeší, rozhodla se společnost model hodnocení do svého projektu zařadit a k jeho výsledku při hodnocení investice přihlédnout. Aby byl projekt pro společnost přijatelný, měla by být hodnota indexu rentability větší než jedna.

K výpočtu indexu lze použít vzorec číslo 3.6 uvedený v kapitole 3.1.4.

$$IR = \frac{NPV}{I_0}$$

Index rentability tohoto projektu vyšel 1,05. I dle hodnoty tohoto pomocného kritéria mohu společnosti realizaci investičního projektu doporučit. Protože se index rentability počítá ze stejných hodnot jako čistá současná hodnota, musí vyhodnocení obou kritérií vést ke stejnému závěru.

4.4.5 Vnitřní výnosové procento

U investic s konvenčním peněžním tokem, jakou tato investice společnosti je, lze použít k hodnocení efektivnosti investice i model vnitřního výnosového procenta (IRR). Aby byl projekt přijatelný, mělo by jeho vnitřní výnosové procento být vyšší, než je požadovaná minimální výnosnost projektu, jehož hodnota byla společností stanovena na 1,5 %. Vzorec pro výpočet vnitřního výnosového procenta obsahuje stejné veličiny, které byly již stanoveny pro výpočet čisté současné hodnoty. Změna se týká pouze ukazatele požadované míry výnosnosti, která má v tomto vzorci trochu jiný význam a představuje hledanou hodnotu vnitřního výnosového procenta.

K výpočtu vnitřního výnosového procenta lze použít vzorec číslo 3.7 uvedený v kapitole 3.1.4.

Protože z uvedeného vzorce nelze vnitřní výnosové procento spočítat, musela společnost k výpočtu použít metodu lineární interpolace. Pro výpočet pomocí této metody si společnost zvolila dvě libovolné pomocné úrokové míry. V prvním kroku výpočtu vnitřního výnosového procenta zvolila úrokovou míru ve výši $i = 8 \%$, kterou dosadí do uvedeného vzorce. Výsledkem je čistá současná hodnota pro zvolenou úrokovou míru.

$$\text{NPV} = -8\,139\,699 \text{ Kč}$$

V druhém kroku se stanoví libovolná úroková míra tak, aby čistá současná hodnota vyšla kladná, např. $i = 0,1 \%$. Zvolená hodnota se dosadí do stejného vzorce a výsledkem bude opět čistá současná hodnota pro zvolenou úrokovou míru.

$$\text{NPV} = 4\,712\,057 \text{ Kč}$$

V třetím kroku společnost za použití lineární interpolace zjistí hodnotu vnitřního výnosového procenta. Z výše vypočtených hodnot čisté současné hodnoty vyplynulo, že hledané vnitřní výnosové procento má hodnotu v rozmezí od $0,1 \%$ do 8% . Přesnou hodnotu lze vypočíst, jak tvrdí Valach (2010, s. 119), dle vzorce:

kde IRR je vnitřní výnosové procento,
 i_n nižší zvolená úroková míra,
 NPV_n čistá současná hodnota při nižší zvolené úrokové míře (v absolutní hodnotě),
 NPV_v čistá současná hodnota při vyšší zvolené úrokové míře (v absolutní hodnotě),
 i_v vyšší zvolená úroková míra.

Po dosazení zvolených hodnot úrokových měr a vypočtených čistých současných hodnot bude vzorec vypadat takto:

$$IRR = 3 \%$$

Vnitřní výnosové procento investičního projektu má hodnotu 3 %. To znamená, že pokud by si společnost stanovila požadovanou míru výnosnosti na této úrovni, čistá současná hodnota projektu by se blížila nule. Pro zjištění, zda investiční projekt podle této metody hodnocení doporučit k realizaci, jsem porovnála vypočtenou hodnotu vnitřního výnosového procenta s požadovanou mírou výnosnosti, kterou si společnost stanovila ve výši 1,5 %. Výsledkem je zjištění, že vypočtená hodnota je vyšší než požadovaná míra výnosnosti, investici proto lze k realizaci doporučit.

4.4.6 Doba návratnosti

Důležitým ukazatelem pro hodnocení investice je rovněž doba návratnosti (PP). Doba návratnosti představuje délku období, za které se společnosti vrátí její počáteční kapitálový výdaj na investici. Kriteriaální dobu návratnosti si společnosti v praxi většinou stanovují dle podobných, dříve realizovaných projektů. Jelikož společnost poslední investici do výstavby provedla již před více než deseti lety, a to za úplně jiných ekonomických podmínek, rozhodla se nepřihlížet při stanovení doby k těmto projektům. Kriteriaální dobu návratnosti si stanovila v délce zvolené životnosti vybudované nemovitosti, tedy v délce 30 let.

Pro výpočet doby návratnosti jsou potřebnými veličinami pořizovací cena (I) projektu, která je stanovena maximálním rozpočtem ve výši 16 000 000 Kč, a dále pak roční zisk

z projektu po zdanění v součtu s ročními odpisy nemovitosti v jednotlivých letech. Tuto hodnotu lze nahradit peněžním příjmem z investice v jednotlivých letech.

Rokem, kdy dojde v navrácení peněžních prostředků vydaných na investici, je rok, kdy kumulativní příjmy dosáhnou výše pořizovací ceny investice.

Pro výpočet doby návratnosti lze použít vzorec 3.10 uvedený v kapitole 3.1.7.

Doba návratnosti investičního projektu společnosti je dle použitého vzorce 22,84 roků. To znamená, že ve 23. roce od uvedení investice do provozu se společnosti vrátí její vynaložené finanční prostředky. Vypočtená doba je kratší než kritériální doba návratnosti, kterou si společnost stanovila, o necelých osm let. I dle ukazatele doby návratnosti tak mohou společnosti realizaci investičního projektu doporučit, neboť finanční prostředky vložené do investice se jí vrátí dříve, než skončí doba životnosti skladu.

4.5 Financování investice

Investice společnosti do výstavby nových skladovacích prostor je investicí do dlouhodobého majetku. Bylo by tedy pro společnost výhodné financovat ji z dlouhodobých zdrojů. Při výběru zdroje financování společnost nejdříve uvažovala o financování investice z nerozděleného zisku minulých let. Nerozdělený zisk minulých let má v současnosti hodnotu několika desítek milionů korun a několikanásobně převyšuje výši investice. Tento způsob financování je však momentálně pro společnost nedostupný, neboť nemá dostatek volných peněžních prostředků pro úhradu výdajů spojených s investicí takového rozměru.

Společnost musela vybrat externí zdroj investování projektu. I zde je však při výběru omezena mnoha faktory. Zásadním faktorem je právní forma společnosti. Jelikož se jedná o společnost s ručením omezeným, odpadají všechny možnosti financování pomocí různých

druhů akcií. Financování obligacemi by sice pro společnost teoreticky možné bylo, ale vzhledem k velikosti a možnostem společnosti je pro ni nereálné žádat o povolení emise obligací a zvládnout veškerou agendu s vydáním obligací. Jako jediný dostupný externí zdroj financování tak společnost vybrala dlouhodobý bankovní úvěr.

Společnost v současnosti využívá bankovních služeb Komerční banky, a. s. a Československé obchodní banky, a. s. U obou těchto bankovních ústavů má vedeny své běžné účty. Hlavním korunovým účtem je účet vedený u Komerční banky. Jde o jediný účet v tomto peněžním ústavu, který má společnost momentálně založen. Společnost používá účet již od doby svého založení a dodavatelé ho k úhradám svých závazků v českých korunách využívají z více než 90 %. Zbýlých necelých deset procent úhrad je prováděno na účet u ČSOB. I tento účet je společnosti používán již mnoho let, vždy byl ale pouze účtem vedlejším. V současnosti je využíván především zákazníky e-shopu. Naopak devizový účet vedený v eurech, který si společnost zařídila rovněž u ČSOB, byl založen teprve v nedávné době. K navýšení pohybů na tomto účtu došlo v okamžiku, kdy společnost začala svým zahraničním obchodním partnerům fakturovat zboží v eurech. Hlavním důvodem pro zřízení eurového účtu u ČSOB byla skutečnost, že banka má velmi nízké poplatky při úhradách se Slovenskou republikou. Jejich výše je stejná jako při tuzemském platebním styku. Jelikož téměř všechny platby v eurech přicházejí právě ze Slovenska, je výběr Československé obchodní banky pro společnost velmi výhodný. Společnost využívá služeb banky i pro uložení volných peněžních prostředků. K tomuto účelů má založen termínovaný účet bez výpovědní doby, což znamená, že uložené peníze může mít kdykoliv do druhého dne k dispozici. Tento fakt společnosti velmi vyhovuje. Důvodem je častý nákup většího množství devizových prostředků pro platby zahraničních faktur. Společnost má možnost při zlepšení kurzu amerického dolaru pružně reagovat a včas provést jejich nákup i při nedostatku peněžních prostředků na běžném účtu. Pro nabídku financování svého investičního projektu oslovila společnost oba bankovní ústavy, jejichž služeb momentálně využívá. Komerční bankou jí bylo již v minulosti několik dlouhodobých úvěrů poskytnuto. Jednalo se o dva úvěry na oběžné prostředky, jejichž účelem bylo financování nákupu zásob. Společnost tímto úvěrem hradila své závazky vůči dodavatelům zboží. Každá z těchto smluv o úvěru byla uzavřena na dobu trvání v délce 33 měsíců a jejich celková výše přesáhla šest milionů korun. Ručení při úvěrech smluvně zajišťovala Českomoravská záruční a rozvojová banka, a. s. v rámci svého programu Záruka. Stejného programu společnost využila i při zajišťování ručení k úvěru na investice, konkrétně na financování pořízení dlouhodobého majetku. I tento

úvěr byl sjednán na dobu 33 měsíců a jeho výše byla tři miliony korun. Společnost s jeho pomocí financovala nákup např. nákladního automobilu, elektrického ručně vedeného vysokozdvížného vozíku nebo nových sekčních průmyslových garážových vrat s elektrickým pohonem do haly skladu. Poslední úvěr byl čerpán na přelomu let 2007 a 2008, splacen byl v listopadu 2010. Od té doby společnost ke svému financování dlouhodobý bankovní úvěr nevyžívala.

Československá obchodní banka si jako jednu z podmínek pro poskytnutí účelového úvěru stanovila spoluúčast na financování investice ve výši 30 %. Společnost by musela ze svých prostředků uhradit 4 800 000 Kč. Limit úvěru má hodnotu 11 200 000 Kč a doba jeho splácení je nastavena na 10 let. Z toho prvních 6 měsíců má společnost na čerpání úvěru, zbylých 114 měsíců je pak určeno pro splátky. Banka nabízí pohyblivou úrokovou sazbu, která je složena z úrokové sazby zvané PRIBOR a z marže. Sazba PRIBOR představuje výši úrokové sazby, za kterou si mezi sebou půjčují peníze banky. Výši této sazby stanovuje Česká národní banka. Sazba se stanovuje pro různě dlouhé časové úseky v rozmezí od jednoho dne po jeden rok. Nabídka ČSOB počítá se sazbou PRIBOR pro období jednoho měsíce. Sazba v den zpracování nabídky na poskytnutí úvěru činila 0,33 % p.a. Marže ČSOB je 2,0 % p.a., celková cena úvěru k 1. 3. 2013 je tak 2,33 % p.a. Kromě úroků z úvěru by společnost musela uhradit 15 000 Kč za vyhodnocení žádosti o úvěr a za poskytnutí úvěru. Měsíčně by hradila poplatek za správu úvěru ve výši 500 Kč a ročně poplatek za revizi úvěru 2 000 Kč. Banka požaduje zajištění úvěru ve formě blankosměnky s avalem (spoludlužníkem) a zástavou vybudované nemovitosti. Měsíční splátka by byla ve výši 98 245 Kč plus úroky odpovídající zůstatkům jistiny.

Nabídka Komerční banky na poskytnutí úvěru se liší zejména v jeho možné výši. Banka je ochotna poskytnout společnosti úvěr na celou částku 16 000 000 Kč. Při stejné době splatnosti v délce 10 let za úvěr požaduje pohyblivý úrok složený ze sazby PRIBOR (pro období jednoho měsíce) a marži ve výši 2,5 % p.a. Cenu za kompletní vyhodnocení a zpracování žádosti si stanovila ve výši 16 000 Kč. Měsíční poplatek za vedení úvěrového účtu je 500 Kč. Banka požaduje zajištění úvěru blankosměnkou a zástavou nemovitosti. Měsíční splátka za tento úvěr by byla 133 333 Kč plus úroky.

Dobu splácení úvěru v délce 10 let si stanovila jednatelka s ohledem na ekonomický vývoj společnosti i celé české ekonomiky. Z důvodu nejisté budoucnosti považuje za svou prioritu co nejkratší dobu zadlužení. Kdyby zvolila delší dobu splácení úvěru, znamenalo by

to sice menší měsíční splátky, celkové náklady na poskytnutý úvěr by ale vzrostly a společnost by byla déle zadlužená, déle by taky musela ručit svým majetkem za poskytnutý úvěr.

Výše nákladů kapitálu se u obou bank bude měnit v závislosti na vývoji úrokové sazby PRIBOR, která v posledních letech neustále klesá. Její roční průměr byl v roce 2011 0,97 % p.a., v roce 2012 pak 0,75 % p.a. Jak dlouho ještě bude mít vývoj této sazby klesající tendenci lze jen těžko odhadnout. Vše bude záležet na vývoji české i světové ekonomiky.

4.5.1 Náklady kapitálu

Pro porovnání výhodnosti obou nabídek z pohledu nákladů kapitálu (N_d) tvořených výší úroku, který společnost musí za získání úvěru zaplatit, je nutné znát dvě veličiny. Jednou je výše úroku z úvěru (i) a druhou daňová sazba daně ze zisku (d). Daňová sazba má dle zákona o dani z příjmů momentálně hodnotu 19 %. Výše úroku z úvěru, který by společnosti poskytla Komerční banka, je nyní 2,88 % p.a. (i_1). Úrok u Československé obchodní banky by činil 2,33 % p.a. (i_2). K výpočtu nákladů kapitálu lze použít vzorec 3.14 uvedený v kapitole 3.2.3.

Pro úrok poskytnutý Komerční bankou:

Pro úrok poskytnutý Československou obchodní bankou:

Náklady kapitálu získaného formou úvěru z Komerční banky jsou 2,33 %, u konkurenční nabídky Československé obchodní banky jsou náklady kapitálu 1,89 %. Z pohledu nákladů kapitálu je pro společnost výhodnější zvolit pro financování svého investičního projektu úvěr poskytnutý ČSOB. To však platí pouze za předpokladu, že bude mít dostatek vlastních finančních zdrojů nutných ke spoluúčasti.

4.6 Vyhodnocení investice

Společnost pro hodnocení svého investičního projektu použila různé modely pro hodnocení investic. Z existujících modelů vybrala ty, které jsou pro daný typ investice vhodné a které mají pro společnost určitou vypovídací hodnotu. S jejich pomocí společnost chtěla zjistit, zda pro ni bude investiční projekt přínosný, nebo by pro ni bylo výhodnější zachovat současný stav.

Za hlavní cíl investice si společnost stanovila úsporu nákladů a tím zvýšení svého výsledku hospodaření. Cíl byl stanoven v souladu s její strategií maximalizace zisku společnosti. Kromě hlavního cíle bylo stanoveno i několik cílů vedlejších. Důležitým vedlejším cílem je nezávislost na pronajímatelích a eliminace rizika ztráty vhodných skladových prostor jednostrannou výpovědí ze strany pronajímatelů. Tuto situaci již společnost řešila a nalezení nových skladových prostor ji stálo nemálo úsilí. Navíc s ní byly spojeny nečekané náklady, které sice hospodářský výsledek společnosti výrazně negativně neovlivnily, ale přesto by se do budoucna chtěla společnost těmto zvýšeným nákladům vyhnout. Jako další vedlejší cíl bylo zvoleno zjednodušení a zefektivnění logistiky. Vždy je z pohledu logistiky výhodnější skladovat zboží v jednom velkém skladu než na několika od sebe navzájem vzdálených místech. Soustředění zboží do jednoho skladu ušetří především náklady spojené s provozem automobilů. Zaměstnanci mohou ušetřený čas, který dříve věnovali převozu a manipulaci se zbožím, věnovat například důkladnější kontrole zpracovávaných objednávek. V neposlední řadě se zrychlí čas pro zpracování a expedici objednávek, neboť již nebude nutné svážet zboží z několika různých míst. Lepší logistika povede ke zkvalitnění poskytovaných služeb zákazníkům a jejich větší spokojenosti.

Hodnoty vypočtených ukazatelů naznačují, že hlavní cíl investice se realizací investičního projektu společnosti podaří naplnit. Jak průměrné roční náklady, tak náklady diskontované dosahují vyšších hodnot při zachování dosavadní praxe pronajímání skladových prostor. Realizací investice by došlo ke snížení nákladů společnosti a ke zvýšení výsledku hospodaření. Z pohledu naplnění hlavního cíle investice může společnost investiční projekt realizovat.

Dalším z ukazatelů, který podporuje rozhodnutí o zrealizování investice, je vnitřní výnosové procento. Aby bylo možné projekt bez výhrad doporučit k realizaci, měla by být hodnota vnitřního výnosového procenta vyšší než požadovaná míra výnosnosti, kterou si pro

daný investiční projekt společnost stanovila. Vypočtená hodnota pro danou investici na úrovni 3 % ukazuje, že společnost zhodnotí své prostředky lépe, než bylo její požadované minimum. Doporučit investiční projekt k realizaci lze rovněž na základě ukazatele čisté současné hodnoty, který ukazuje, že dojde k navýšení tržní hodnoty společnosti. I když tato skutečnost nebyla definována jako hlavní ani vedlejší cíl investičního projektu, navýšení své tržní hodnoty společnost přivítá. Vyšší tržní hodnota může vést k lepšímu obrazu společnosti jak u zákazníků, tak například u bankovních institucí v případě, že by společnost v budoucnu znovu uvažovala o financování některých svých dalších podnikatelských aktivit pomocí dlouhodobého bankovního úvěru. Dalším ukazatelem, na základě kterého lze realizaci investice schválit, je doba návratnosti vloženého kapitálu. Vložený kapitál se společnosti vrátí ve 23. roce provozování investice. Pouze jako doplňkové kritérium společnost zohlednila hodnotu rentability projektu. I na jeho základě lze investici k realizaci doporučit.

Při rozhodování o výběru banky, se kterou společnost uzavře smlouvu o poskytnutí účelového úvěru pro výstavbu nemovitosti, byly rozhodující dva faktory. Jedním byla cena za poskytnutí úvěru – ta byla nižší u ČSOB. Druhým důležitým faktorem byla nabízena výše úroku vzhledem k výši úvěru. Výhodou úvěru od KB je fakt, že je ochotna poskytnout úvěr na celou investici. Naopak ČSOB požaduje spoluúčast ve výši 30 %. Při předběžném jednání s bankou však vyšlo najevo, že by výše spoluúčasti šla snížit na 20 % a činila by tak 3 200 000 Kč. To už je částka, která je pro společnost přijatelná. Vzhledem ke skutečnosti, že ČSOB požaduje za poskytnutí úvěru o 0,5 % nižší marži než KB, vybrala si ji společnost pro financování svého investičního projektu.

Ve svém konečném rozhodnutí o osudu celého investičního projektu společnost částečně pozměnila své priority stanovené na začátku celého procesu. Došla k názoru, že splnění hlavního cíle, který si původně stanovila, pro ni nemá při rozhodování největší váhu. Zpětně tak cíl v podobě úspory nákladů přehodnotila na cíl vedlejší. Za svůj hlavní cíl si společnost nově stanovila zjednodušení a zefektivnění logistiky. Na základě vyhodnocení jednotlivých ukazatelů z pohledu přehodnocených cílů investičního projektu se společnost rozhodla investici realizovat. Ve svém rozhodnutí zvažila rovněž všechna rizika projektu a došla k závěru, že celkové riziko, které realizací projektu podstoupí, je pro ni akceptovatelné.

Dalším krokem investiční fáze projektu bude výběr partnera, který projekt stavebně zajistí, a to včetně projektové dokumentace, vyřízení stavebního povolení a dalších nutných

povolení. Pro společnost by bylo nejjednodušší, kdyby celý projekt zvládla jedna stavební firma. Po několika předběžných jednáních se tato varianta nejeví jako úplně ideální, a proto společnost uvažuje o možnosti rozdělení zakázky mezi více subjektů. V současnosti probíhají jednání a jejich výsledek je zatím nejasný.

Po ukončení realizace projektu a kolaudaci stavby bude následovat provozní fáze projektu. Skladové prostory v ní budou využívány k běžné každodenní činnosti. Společnost předpokládá, že po odstranění problémů, které se jistě v souvislosti s uvedením stavby do užívání vyskytnou, dojde k postupnému naplnění všech vedlejších cílů projektu.

Za nejdůležitější přínosy investice z ekonomického hlediska považují růst tržní hodnoty společnosti a úsporu nákladů, za hlavní neekonomický přínos pak zjednodušení logistiky, především rychlejší zpracování a expedici objednávek. To povede k větší spokojenosti zákazníků především v předvánočním období, kdy s nárůstem počtu přijatých objednávek roste i čas potřebný k expedici, zatímco zákazníci by právě v tomto období uvítali expedici okamžitou. Pokud by společnost chtěla navýšit hodnotu uspořené nákladů, doporučila bych ji zvažovat, jakým způsobem by se daly snížit náklady na investici. Jako jednu z možností bych společnosti mohla navrhnout možnost výstavby tzv. studené haly, která by mohla být postavena rovněž v areálu společnosti. Výstavba takových skladovacích prostor by byla mnohem levnější a nižší by byly i náklady na její provoz. Investicí by ale společnost vyřešila pouze část svých problémů. Ušetřila by na nákladech spojených s pronájmem skladových prostor umístěných mimo areál společnosti, co se ale týká logistiky, tak tento problém by přetrval. Zboží by se i nadále muselo často přemísťovat z nového skladu do skladu stávajícího, kde by teprve docházelo k přípravě objednávek, zkrátila by se pouze časová náročnost na jeho přesuny. Z krátkodobého pohledu by toto řešení bylo jistě výhodné, protože by se zvýšil výsledek hospodaření, ale z pohledu dlouhodobého tato varianta nic neřeší.

Dle mého názoru je rozhodnutí společnosti o realizaci investice správné, pouze její načasování mi nepřijde jako nejvhodnější. Úplně první úvahy o realizaci výstavby nových skladových prostor se ve společnosti objevily již asi před pěti lety. Tenkrát se investice neuskutečnila s tím, že společnost počká, jak bude pokračovat ekonomický vývoj. Je škoda, že se tehdy společnost k realizaci investice nerozhodla. Její nerozhodnost a vyčkávání vedlo k tomu, že vlivem především vnějších vlivů se ekonomický růst společnosti zastavil, její tržby mírně klesají a vyhlídky do budoucna jsou stále hůře odhadnutelné. I po zvážení těchto faktorů bych společnosti realizaci investice doporučila. Odhadnout budoucí ekonomický vývoj

na několik desítek let dopředu bude vždy problematické. Pokud bude společnost neustále vyčkávat na lepší ekonomické prognózy, neuskuteční investici nikdy a rozvoj společnosti se zastaví na současném stavu.

5 Závěr

Společnost RAPPA s.r.o. při svém rozhodování o investici do nových skladových prostor postupovala podle principů vycházejících z teorie dlouhodobého finančního managementu, které běžně využívají podnikatelské subjekty. Při volbě hlavního cíle investice respektovala stanovenou strategii společnosti, kterou je maximalizace zisku. Vedlejší cíle si stanovila tak, aby přispěly k zefektivnění její činnosti a k větší spokojenosti jejich zákazníků. K zhodnocení finančních a ekonomických hledisek projektu společnost využila známé metody hodnocení efektivnosti investičních projektů. Při výběru způsobu financování investice byla společnost značně limitována. Z omezeného výběru těchto možností si společnost vybrala variantu, která je pro ni jako jediná dostupná. Společnost neopomněla zohlednit při svém rozhodování rovněž všechna rizika, která se s investicí a jejím financováním mohou vyskytnout. Ve svém konečném rozhodnutí pak společnost vycházela ze všech vypočtených hodnot a dostupných informací. Její rozhodnutí o uskutečnění investice je podloženo důkazy o jejím celkovém pozitivním vlivu na fungování společnosti.

Ve svém dalším vývoji by se společnost měla především snažit zamezit dalšímu nárůstu skladových zásob. Vysoké skladové zásoby na sebe vážou finanční prostředky, které bude společnost potřebovat při úhradě úvěru. Dlouhá doba obrátky zásob zvyšuje náklady na jejich uskladnění, což v konečném důsledku snižuje celkovou marži společnosti. Neustálý nekontrolovatelný nárůst zásob by pro společnost mohl být v konečném důsledku likvidační. Nejen, že by neměla dostatek finančních prostředků na splácení úvěru, ale tato skutečnost by se jistě promítla i do nárůstu nezaplacených závazků společnosti.

Pokud se společnosti podaří výši svých skladových zásob udržet na přijatelné úrovni, bude pro ni vybudování skladových prostor investicí přínosnou. Společnost již nebude závislá na rozmarech pronajímatelů. Zkrácením délky časového období od přijetí objednávky až po její expedici přispěje nejen k větší spokojenosti stávajících zákazníků, ale možná přiláká i zákazníky nové. Všechny tyto okolnosti se ve svém konečném důsledku promítnou do výše celkových ekonomických výsledků a tržní hodnota společnosti realizací této investice poroste.

Seznam použité literatury

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [2] DVOŘÁK, Tomáš. *Společnost s ručením omezeným*. 3. vyd. Praha: ASPI – Wolters Kluwer, 2008. 454 s. ISBN 978-80-7357-344-7.
- [3] HRDÝ, Milan a Jiří STOUHAL. *Finanční řízení*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2010. 226 s. ISBN 978-80-7357-580-9.
- [4] HRDÝ, Milan. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování*. 2. vyd. Praha: Bilance, 2011. 275 s. ISBN 978-80-86371-55-9.
- [5] FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. 408 s. ISBN 978-80-247-3293-0.
- [6] KOLEKTIV AUTORŮ. *Účetnictví podnikatelů*. 1. vyd. Ostrava: VŠB – TU OSTRAVA, 2009. 215 s. ISBN 978-80-248-2149-8.
- [7] KRÁL, Bohumil a kol. *Manažerské účetnictví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2010. 660 s. ISBN 978-80-7261-217-8.
- [8] MAREŠ, Stanislav. *Zdroje financování podniku*. 1. vyd. Praha: VŠFS, 2004. 108 s. ISBN 80-86754-12-X.
- [9] PETŘÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 736 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- [10] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Investiční controlling*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 285 s. ISBN 978-80-247-2952-7.

- [11] TETŘEVOVÁ, Liběna. *Financování projektů*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2006. 182 s. ISBN 80-86946-09-6.
- [12] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-869-71-2.

Legislativní zdroje

- [13] Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.
- [14] Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
- [15] Zákon č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.
- [16] Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.

Seznam zkratek

a	doba návratnosti
A_n	roční odpisy z projektu v jednotlivých letech životnosti
a. s.	akciová společnost
C	firmou používaný zpoplatněný kapitál
C_k	tržní cena kmenové akcie
C_p	tržní cena prioritní akcie
\check{C}_m	čistá současná hodnota upravená o vliv daňového odpisového štítu
ČSOB	Československá obchodní banka, a. s.
d	daňová sazba daně ze zisku
D	dluh, za jehož používání je placen úrok
D_k	roční dividenda z kmenové akcie v Kč na konci prvního roku
D_p	roční dividenda z prioritní akcie
E	vlastní kapitál, který firma používá
EVA	ekonomická přidaná hodnota
g	očekávané konstantní zvýšení dividendy
K	kapitálový výdaj
KB	Komerční banka, a. s.
Kč	koruna česká
K_m	kmenová kapitál
i	požadovaná výnosnost
I	celkové náklady na pořízení investice

i_b	bezriziková požadovaná výnosnost
I_p	průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně
i_r	zvýšená požadovaná výnosnost
IR	index rentability
IRR	vnitřní výnosové procento
n	jednotlivá léta životnosti
N	doba životnosti projektu
N_d	náklady dluhu
N_k	náklady kmenového kapitálu
N_n	náklady nerozděleného zisku
N_p	náklady prioritního kapitálu
NOPAT	provozní zisk po zdanění
NP	průměrné roční náklady na provoz investice
NPV	čistá současná hodnota
O	odpisy
ON	diskontované náklady
P	prioritní kapitál
P_n	peněžní příjem z investice v jednotlivých letech její životnosti
p.a.	per annum
PDM	průměrná hodnota pořízeného dlouhodobého majetku
PN	průměrné roční náklady
PP	doba návratnosti
PZ	průměrná roční výše zisku po zdanění

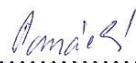
r_d	úroková míra placená za používání cizího kapitálu
r_e	očekávaná výnosnost vlastníků
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROI	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
t	jednotlivá léta výstavby
T	doba výstavby
ÚRP	účetní rentabilita projektu
V_p	průměrná výnosnost investičního projektu
WACC	vážené náklady na kapitál
Z_n	roční zisk z projektu po zdanění v jednotlivých letech životnosti
Z_{uon}	zisk před odpisy, úroky a zdanění v jednotlivých letech

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26. 4. 2013

.....


Bc. Daniela Panáčková

Seznam příloh

Příloha č. 1 – Indikativní nabídka účelového úvěru Československé obchodní banky

Příloha č. 2 – Ukázka nabízeného sortimentu